

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Disertační práce

Právní úprava obezřetnostních pravidel v oblasti finančního trhu

(Legal Regulation of Prudential Rules in Financial Market Area)

Zpracovatel: JUDr. Bedřich Čížek

Vedoucí práce: prof. JUDr. Milan Bakeš, DrSc.

Duben 2014

Obsah:

Obsah:	2
Seznam zkratk:	4
Seznam tabulek:	7
Poděkování	8
Prohlášení	8
Úvodní část	10
I. Úvod	11
II. Cíl a systematika práce	16
II. I. Omezení tématu disertační práce	18
II. II. Systematika práce	20
II. III. Přínos práce	22
III. Základní teoretická a metodická východiska	23
III. I. Krátká rozprava o metodě	25
III. II. Komparativní aspekt disertační práce	27
III. III. K problematice kritéria právní jistoty a jeho metodickým implikacím	28
První část	35
1. Úvod do problematiky a vymezení některých pojmů	36
1.1. Finanční trh a jeho funkce	36
1.2. Právní regulace finančního trhu	40
1.2.1. Důvody regulace finančního trhu	40
1.2.2. Právo finančního trhu	45
1.3. Stručný nástin systematiky evropské právní regulace finančního trhu	48
a) rámcová pravidla regulace finančního trhu a dohledu nad finančním trhem	50
b) pravidla regulace a dohledu úvěrových institucí	51
c) pravidla regulace a dohledu poskytovatelů investičních služeb	51
d) pravidla regulace struktury finančních trhů a pravidla jejich ochrany	52
e) pravidla regulace a dohledu subjektů kolektivního investování	54
f) pravidla regulace a dohledu pojišťoven a subjektů penzijního spoření	54
g) pravidla regulace a dohledu poskytovatelů platebních služeb	55
h) pravidla regulace a dohledu finančních konglomerátů	56
ch) pravidla ochrany spotřebitele na finančním trhu	56
1.4. Teoretické přístupy k dohledu nad finančním trhem	57
1.5. Obezřetnostní pravidla	59
1.5.1. Teoretické vymezení	59
1.5.2. Adjustace teoretického vymezení pro účely disertační práce	60
Druhá část	63
2. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – Evoluční perspektiva	64
2.1. Období před FSAP	65
2.2. FSAP	69
2.3. Lamfalussyho legislativní proces	71
2.4. Zpráva skupiny de Larosière	72
2.5. Poskytovatelé investičních služeb	73
2.5.1. Směrnice MiFID	73
2.5.2. MiFID II	74
2.5.3. Vývoj tuzemské právní úpravy	76
2.6. Subjekty kolektivního investování	86
2.6.3. Vývoj tuzemské právní úpravy	88
2.7. Poskytovatelé platebních služeb	91
2.8. Recentní reforma regulace a dohledu na úrovni EU	92
2.8.1. Kapitálová přiměřenost a pravidla odměňování	92
2.8.2. Evropská regulace ratingových agentur	93
2.8.3. Obchodování s deriváty	94
2.8.4. Alternativní investiční fondy	95
2.9. Shrnutí	95
3. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – Víceúrovňová regulace	97

3.1. Basilejský výbor pro bankovní dohled.....	97
3.2. Lamfalussyho legislativní proces.....	98
3.3. Pokus o sjednocení tuzemské právní úpravy některých obezřetnostních pravidel	103
4. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – Hmotněprávní aspekty.....	110
4.1. Poskytovatelé investičních služeb.....	110
4.1.1. Evropská právní úprava	110
4.1.1.1. Řídicí a kontrolní systém.....	110
4.1.1.2. Pravidla pro střet zájmů	114
4.1.1.3. Pravidla outsourcingu	137
4.1.1.4. Pravidla ochrany majetku	138
4.1.2. Tuzemská právní úprava.....	139
4.1.2.1. Řídicí a kontrolní systém.....	140
4.1.2.2. Pravidla pro střet zájmů	145
4.1.2.3. Pravidla outsourcingu	145
4.1.2.4. Pravidla ochrany majetku	146
4.1.3. Shrnutí	146
4.2. Subjekty kolektivního investování	151
4.2.1. Evropská právní úprava	151
4.2.1.1. Řídicí a kontrolní systém.....	153
4.2.1.2. Pravidla pro střet zájmů	156
4.2.1.3. Pravidla outsourcingu	157
4.2.1.4. Pravidla ochrany majetku	158
4.2.2. Tuzemská právní úprava.....	158
4.2.2.1. Řídicí a kontrolní systém.....	158
4.2.2.2. Pravidla pro střet zájmů	164
4.2.2.3. Pravidla outsourcingu	165
4.2.2.3. Pravidla ochrany majetku	166
4.2.3. Shrnutí	166
4.3. Poskytovatelé platebních služeb.....	167
4.3.1. Řídicí a kontrolní systém.....	168
4.3.2. Pravidla pro střet zájmů	169
4.3.3. Pravidla outsourcingu	169
4.3.4. Pravidla ochrany majetku	170
4.4. Shrnutí	171
4.5. Srovnání s vybranými zahraničními právními úpravami	172
5. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – institucionální aspekty	176
5.1. Praktická aplikace teoretických přístupů k dohledu nad finančním trhem ve vybraných státech EU	176
Česká republika.....	177
Slovenská republika.....	178
Velká Británie	179
Francie	180
5.2. Systém Evropských orgánů dohledu.....	181
5.3. K vybraným pravomocem Evropských orgánů dohledu.....	182
5.4. K jednomu aspektu praktického fungování ESAs	184
Třetí část.....	191
Závěr	192
Bibliografie:	197
Seznam použitých internetových stránek:	201
Resumé:.....	204
Summary:	207
Anotace:.....	210
Abstract:.....	210

Seznam zkratek

ACPR	Autorité de contrôle prudentiel et de résolution
AIFMD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU ze dne 8. června 2011 o správcích alternativních investičních fondů a o změně směrnic 2003/41/ES a 2009/65/ES a nařízení (ES) č. 1060/2009 a (EU) č. 1095/2010
AMF	Autorité des marchés financiers
Basel I – III	Mezinárodní regulační rámec pro banky
BIS	Bank for International Settlements
CAD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/49/ES ze dne 14. června 2006 o kapitálové přiměřenosti investičních podniků a úvěrových institucí (přepřacované znění)
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESR	Committee of European Securities Regulators
CMF	Code monétaire et financier
CRD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/48/ES ze dne 14. června 2006 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o jejím výkonu (přepřacované znění)
CRD II	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2009/111/ES ze dne 16. září 2009, kterou se mění směrnice 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2007/64/ES, pokud jde o banky přidružené k ústředním institucím, některé položky kapitálu, velkou angažovanost, režimy dohledu a krizové řízení
CRD III	Směrnice Evropského Parlamentu a Rady 2010/76/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování
CRD IV	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/36/EU ze dne 26. června 2013 o přístupu k činnosti úvěrových institucí a o obezřetnostním dohledu nad úvěrovými institucemi a investičními podniky, o změně směrnice 2002/87/ES a zrušení směrnic 2006/48/ES a 2006/49/ES
CRR	Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 575/2013 ze dne 26. června 2013 o obezřetnostních požadavcích na úvěrové instituce a investiční podniky a o změně nařízení (EU) č. 648/2012
ČNB	Česká národní banka
EBA	Evropský orgán pro bankovníctví
EIOPA	Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění
ESAs	společně EBA, EIOPA a ESMA
ESC	European Securities Committee
ESFS	Evropský systém orgánů dohledu
ESMA	Evropský orgán pro cenné papíry a trhy
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika
EU	Evropská unie
FCA	Financial Conduct Authority
FGD	Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/87/ES ze dne 16. prosince 2002 o doplňkovém dozoru nad úvěrovými institucemi, pojišťovnami a investičními podniky ve finančním konglomerátu a o změně směrnice

	Rady 73/239/EHS, 79/267/EHS, 92/49/EHS, 92/96/EHS, 93/6/EHS a 93/22/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/78/ES a 2000/12/ES
FSA	Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan
ID	Směrnice Komise 2006/73/ES ze dne 10. srpna 2006, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IR	Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) č. 231/2013 ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled
ISD	směrnice Rady 93/22/EHS ze dne 10. května 1993 o investičních službách v oblasti cenných papírů
MAD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES ze dne 28. ledna 2003 o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu)
MF	Ministerstvo financí
MiFID	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES ze dne 21. dubna 2004 o trzích finančních nástrojů, ve znění směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/31/ES
NBS	Národní banka Slovenska
Nařízení EBA	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1093/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/78/ES)
Nařízení EIOPA	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1094/2010, ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/79/ES
Nařízení ESAs	souhrnné označení pro Nařízení EBA, EIOPA a ESMA
Nařízení ESBR	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1092/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o makroobezřetnostním dohledu nad finančním systémem na úrovni Evropské unie a o zřízení Evropské rady pro systémová rizika
Nařízení ESMA	nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1095/2010 ze dne 24. listopadu 2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy), o změně rozhodnutí č. 716/2009/ES a o zrušení rozhodnutí Komise 2009/77/ES
NBS	Národní banka Slovenska
NOZ	zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník
ObchZ	zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
ObezV	vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry ve znění pozdějších předpisů
Omnibus I	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2010/78/EU ze dne 24. listopadu 2010, kterou se mění směrnice 98/26/ES, 2002/87/ES, 2003/6/ES, 2003/41/ES, 2003/71/ES, 2004/39/ES, 2004/109/ES, 2005/60/ES, 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2009/65/ES s ohledem na pravomoci

	Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění) a Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy)
OZ	zákon č. 40/1964 Sb., občasný zákoník
PBR	principle based regulation
PravISV	vyhláška č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb
ProsD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES, ve znění 2008/11/ES, 2010/73/EU, 2010/78/EU
PSD	směrnice 2007/64/ES o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 97/7/ES, 2002/65/ES, 2005/60/ES a 2006/48/ES a zrušuje směrnice 97/5/ES
TransD	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/109/ES ze dne 15. prosince 2004 o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu, a o změně směrnice 2001/34/ES, ve znění směrnice 2008/22/ES, 2010/73/EU a 2010/78/EU
UCITS	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP)
UCITS III	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/108/ES ze dne 21. ledna 2002, kterou se mění směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) s ohledem na investice SKIPCP
UCITS III ID	směrnice Komise 2007/16/ES ze dne 19. března 2007, kterou se provádí směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP), pokud jde o vyjasnění některých definic
UCITS IV	směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES ze dne 13. července 2009 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) (přepracované znění)
UCITS IV ID	Směrnice Komise 2010/43/EU ze dne 1. července 2010, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/65/ES, pokud jde o organizační požadavky, střety zájmů, pravidla jednání, řízení rizik a obsah smlouvy mezi depozitářem a správcovskou společností
Vyhláška 237	vyhláška č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb
Vyhláška 258	vyhláška č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky
Vyhláška 466	vyhláška č. 466/2002 Sb., kterou se stanoví podrobnější pravidla organizace vnitřního provozu obchodníka s cennými papíry a podrobnější pravidla jednání obchodníka s cennými papíry ve vztahu k zákazníkům
V-ZISIF	vyhláška č. 244/2013 Sb., o bližší úpravě některých pravidel zákona o investičních společnostech a investičních fondech

ZISIF	zákon č. 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech
ZKI	zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
ZoB	zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů
ZoČNB	zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů
ZoD	zákon č. 15/1998 Sb., o dohledu v oblasti kapitálového trhu a o změně a doplnění dalších zákonů
ZoD-SK	zákon č. 747/2004 Z. z. o dohláde nad finančným trhom a o zmene a doplnení niektorých zákonov
ZoFK	zákon č. 377/2005 Sb., o doplňkovém dohledu nad bankami, spořitelními a úvěrními družstvy, pojišťovnami a obchodníky s cennými papíry ve finančních konglomerátech a o změně některých dalších zákonů (zákon o finančních konglomerátech)
ZoKCP	zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry a o změně a doplnění dalších zákonů
ZoNBS	zákon č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska
ZoPS	zákon č. 284/2009 Sb., o platebním styku
ZoPSV	vyhláška č. 141/2011 Sb., o výkonu činnosti platebních institucí, institucí elektronických peněz, poskytovatelů platebních služeb malého rozsahu a vydavatelů elektronických peněz malého rozsahu
ZoSÚD	zákon č. 87/1995 Sb. o spořitelních a úvěrních družstvech a některých opatřeních s tím souvisejících a o doplnění zákona České národní rady č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů
ZPKT	zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
Seznam tabulek:	
Tab. 1	Tabulka obezřetnostních pravidel
Tab. 2	Obezřetnostní pravidla poskytovatelů investičních služeb
Tab. 3	Obezřetnostní pravidla subjektů kolektivního investování
Tab. 4	Obezřetnostní pravidla platebních institucí

Poděkování

Poděkování patří především prof. JUDr. Milanu Bakešovi, DrSc. za trpělivý, shovívavý a vstřícný přístup k autorovi této disertační práce. Poděkování za cenné konzultace některých dílčích problémů a podnětné diskuse patří rovněž mým kolegům Ondřeji Libosvárovi a Janu Bursovi.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem vypracoval práci samostatně, že všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a že tato disertační práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Bedřich Čížek

.....

V Praze dne 10. dubna 2014

...zákonem má býti to, a toliko to, co ze slov a smyslu prohlášení textu plyne.

Antonín Randa

Úvodní část

I. Úvod

Řádně fungující finanční trhy jsou důležitou součástí ekonomických systémů všech vyspělých států světa a s ohledem na soudobý ekonomický diskurs je jejich primárním úkolem zprostředkovat financování tzv. reálné ekonomiky. Jak dalekosáhlé důsledky pro všechna ekonomická odvětví mohou mít problémy, které se v oblasti finančního trhu objeví, jsme se mohli přesvědčit v souvislosti s tzv. globální finanční krizí, která světovou ekonomiku zasáhla na konci roku 2007 a jejíž důsledky pocítujeme dodnes. Světová finanční krize byla tématem řady publikací¹ a článků z oboru ekonomie, resp. politické ekonomie a informace o jejích jednotlivých fázích a důsledcích každodenně plnily a stále do jisté míry plní ekonomické rubriky novin a stránky odborných časopisů. **Globální finanční krize** však není pouze ekonomickým, politickým a historickým fenoménem, ale má **velmi důležitý význam pro recentní změny v evropském právu**² a s ohledem na implementační povinnost také pro právní řády členských států EU, a stala se tedy rovněž předmětem celé řady publikací a článků v oblasti práva.³

Politická reakce na globální finanční krizi, velmi ambiciózní program reformy finančního sektoru, se promítla do právních předpisů evropského finančního práva hned několikerým způsobem, a to zejména (i) zřízením ESFS⁴, (ii) rozšířením oblasti regulace finančního trhu o systémově významné finanční instituce (především ratingové agentury, *hedge*⁵ fondy a

¹ Viz např. Kolb R. W., *The Financial Crisis of Our Time*, New York: Oxford University Press, 2011; Herlin P., *Finance: le nouveau paradigme*, Paris: Groupe Eyrolles, 2010 nebo Béchu T., *Économie et marchés financiers, Perspectives 2010 – 2020*, Paris: Groupe Eyrolles, 2010.

² Evropským právem v této disertační práci rozumím v době po Lisabonské smlouvě (od 1. 12. 2009) nadnárodní právo Evropské unie, jakož i ty oblasti práva Evropské unie, které jsou i nadále založeny na principech mezinárodní spolupráce členských států Evropské unie (zejména se jedná o společnou zahraniční a bezpečnostní politiku jako dřívější druhý pilíř unijního práva); ve vztahu k době před Lisabonskou smlouvou rozumím evropským právem právo komunitární, tj. právo tzv. prvního pilíře.

³ Viz např. Moloney N., Hill J. G., *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*, New York: Cambridge University Press, 2012; McCormick R., *Legal Risk in the Financial Markets*, New York: Oxford University Press 2010; Grundmann S., Atamer Y.M., *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*, Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2011; Gray J., Akseli O., *Financial Regulation in Crisis?: The Role of Law and the Failure of Northern Rock*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2011; Alexander K., Moloney N., *Law Reform and Financial Markets*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2011; Avgouleas E., *Governance of Global Financial Markets: The Law, the Economics, the Politics*, New York: Cambridge University Press, 2012;

⁴ Viz podrobněji část 1.3.

⁵ V případě mezinárodního a evropského práva finančního trhu se bohužel nelze vyhnout používání některých cizojazyčných výrazů. Byť je jejich překlad do českého jazyka možný, působí často krkolomně až komicky. V této disertační práci budu takové výrazy uvádět v anglickém originále a kurzívou.

private equity fondy)⁶ a o rizikové investiční nástroje (především různé druhy finančních derivátů), (iii) reformou některých obezřetnostních pravidel, především však kapitálových požadavků a pravidel likvidity (Basel III/CRD IV), (iv) snahou o zvýšení ochrany spotřebitelů na finančním trhu a (v) snahou o harmonizaci sankcionování prohřešků v oblasti působnosti evropského práva finančního trhu.

Stojí za zmínku, že jako myšlenkové pozadí samotných evropských právních předpisů i přípravných materiálů k nim lze velmi dobře identifikovat dominantní ekonomické paradigma a schematické chápání finančního světa obecně a příčin a důsledků globální finanční krize zvláště, zejména však víru v neomezenou moc práva a skoro až magickou funkci matematických pravděpodobnostních modelů, ačkoliv je zřejmé, že není např. možné stanovit bezchybné modely řízení finančních rizik, jež jsou samy pouhým pokusem o kvantifikaci nejistoty o budoucích událostech, a ani právní předpisy samy o sobě, i díky klasickému právně-filosofickému rozdílu mezi *sein* a *sollen*, nejsou schopny např. garantovat etičtější chování finančních institucí nebo jejich vedoucích osob.

Naopak, samotné vytváření stále nových právních předpisů může představovat závažný problém, neboť jednak s sebou přináší iluzi změny k lepšímu, jednak není v souladu s požadavkem na alespoň relativní stálost práva. Ostatně, globální finanční krize byla výsledkem jednání, které bylo plně v souladu s právními pravidly platnými v dané době, přičemž kriminální aktivity byly jevem pouze okrajovým⁷, a okolnosti, které byly v pokrizové době uváděny jako důvody rozšíření i prohloubení regulace⁸ finančního trhu byly již dlouhou

⁶ Viz např. Ferran E., *The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10/2011.

⁷ MacNeil I. G., O'Brien J., *The Future of Financial Regulation*, Oxford a Portland: Hart Publishing, 2010, str. 2. Tato skutečnost nutila zastánce přijetí přísnějších právních pravidel regulace finančních institucí k úskokům k etickým problémům, např. v oblasti odměňování vedoucích osob k „hříšné chamtivosti“ nebo ke „ztrátě důvěry“ v případě ratingových agentur, kde se dá s trochou nadsázky mluvit dokonce o „regulátorním honu na čarodějnice“. Byl to však jednoznačně přístup zákonodárce, kdo vtáhnul ratingy vytvářené soukromými subjekty do sféry regulace, např. při stanovení aktiv, do nichž mohou investovat některé druhy institucionálních investorů nebo v rámci modelů řízení rizik dle konceptu Basel II. Viz např. recitál 71 směrnice CRD IV: *Směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES jsou jedním z pilířů, z nichž vycházelo nadměrné spoléhání na externí rating*.

⁸ V souvislosti s integrací dozorových orgánů působících v oblasti kapitálového trhu v roce 2006 byl zaveden pojem „dohled nad kapitálovým trhem“ nahrazující starší termín „státní dozor“. V této disertační práci budu regulací (*regulation*) rozumět výsledky normotvorby příslušných vykonavatelů moci zákonodárné a výkonné (stanovení pravidel) a dohledem (*supervision*) kontrolu dodržování stanovených pravidel ve formě provádění kontroly na místě (*on-site*) a výkon dohledu na dálku (*off-site*) (aplikace pravidel na konkrétní případ). Na výsledky dohledu pak může nebo nemusí navazovat vynucování (*enforcement*) dodržování stanovených pravidel. Podle ustanovení § 1 odst. 1 ZoČNB je Česká národní banka ústřední bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. K pojmu dozor lze odkázat především na (Bakeš 2012: 51 a násl.).

dobu známy. Pravidla hry byla nastavena, a buď byla neadekvátní sledovanému cíli, nebo nebyla adekvátně dohlížena a vynucována. Vzniká tak celá řada právně-politických otázek. Především, zda se v případě regulace finančního trhu nejedná o řešení regulací způsobených problémů prostřednictvím ještě objemnější regulace. Odpovědět na tyto otázky, byť jsou zajímavé a zásadní, však není úkolem této disertační práce.

Je zřejmé, že v souvislosti s recentním vývojem regulace finančního trhu v návaznosti na globální finanční krizi lze společně s Holländerem (2012: 35) hovořit o *hypertrofii psaného práva, uplatňování paradigmatu psaného práva jako technologie moci, jako technologie řízení společnosti, projevech legislativního optimismu, naivní představy, dle níž lze každý společenský problém vyřešit přijetím právního předpisu a narůstajícím tlaku na autoritativní interpretaci právních norem jako důsledek překotné dynamiky a četnosti jejich změn a zvyšování jejich objemu a kazuistických řešení*. Kysela (2012: 167) hovoří podobně v této souvislosti o *vysokém tempu obtížně odhadnutelných změn právního řádu*. Oblast obezřetnostních pravidel na finančním trhu, kterou se zabývám ve své disertační práci, pak rozhodně není výjimkou, právě naopak.⁹

Summit G-20 konaný v listopadu 2008 ve Washingtonu označil¹⁰ za hlavní příčiny globální finanční krize (i) účastníky trhu, kteří chtěli dosahovat vysokých výnosů, aniž by adekvátně reagovali na související rizika, (ii) nedostatečné standardy pro upisování, nevhodné způsoby řízení rizik, komplexní finanční produkty a nadměrné využívání pákového efektu, které společně způsobily vysokou zranitelnost finančního systému a (iii) zákonodárce a orgány dohledu, kteří v některých vyspělých zemích nedocenili a neřídili inherentní rizika finančního systému, nadrželi krok s finančními inovacemi a nezohlednili systematické následky svého vlastního počínání. Z pohledu této disertační práce jsou podstatné především *Společné principy pro reformu finančního trhu* deklarované členy G-20, neboť právě z těchto základních myšlenek vzešly, resp. ještě vzejdou některé zásadní novelizace právních předpisů, kterými se v této práci zabývám, především v části věnované evolučním a institucionálním aspektům obezřetnostních pravidel. Uvedenými principy jsou (i) zvýšení transparentnosti a odpovědnosti, (ii) posílení kvalitní (*sound*) regulace, (iii) podpora integrity finančních trhů, (iv) posílení mezinárodní spolupráce a (v) reforma mezinárodních finančních institucí.

⁹ CRR, které je v členských státech od 1. 1. 2014 (s výjimkou několika málo ustanovení, která se použijí od 1. ledna 2015, resp. 1. ledna 2016) přímo aplikovatelným jednotným souborem některých základních obezřetnostních pravidel (*single rulebook*), má 337 stran.

¹⁰ *Declaration, Summit on Financial Markets and The World Economy*, November 15, 2008 (<http://www.un.org/ga/president/63/commission/declarationG20.pdf>)

Reakcí EU na požadavky G-20 bylo mj. sdělení *Urychlit oživení evropské ekonomiky*¹¹¹² z března 2009, ve kterém je mj. uveden požadavek, aby *všechny relevantní subjekty a všechny druhy finančních nástrojů podléhaly přiměřené regulaci a dohledu*. Právní předpisy evropského finančního práva tedy mají **pokrývat finanční trh komplexně** a bez výjimek. A nejen to, konečným cílem je jednoznačně deklarované **vytvoření jednotného základu evropského práva finančního trhu**: *Obzvláště podnětné je doporučení skupiny týkající se potřeby vypracovat harmonizovaný základní soubor standardů uplatňovaných v celé EU. Měly by být nalezeny a odstraněny hlavní rozdíly ve vnitrostátních právních předpisech, jež mají svůj původ ve výjimkách, odchylkách, dodatcích učiněných na vnitrostátní úrovni či nejednoznačnosti ve stávajících směrnicih*. Především ve světle této unifikační politiky je pak třeba vnímat recentní a navrhované změny právních předpisů EU a jejich vliv na tuzemské finanční právo.

Zákonodárci nadnárodních společenství i jednotlivých států se právě s ohledem na výše uvedený ekonomický význam, jaký oblast finančního trhu má, domnívají, že finanční trh je natolik důležitým a všeprostupujícím společensko-ekonomickým fenoménem, že není možné ponechat tuto oblast právem neupravenou a právní předpisy, které upravují fungování finančního trhu, tak představují důležitou součást právních řádů většiny států světa. Obecným cílem těchto právních předpisů je *bezpečnější, zdravější, transparentnější a odpovědnější finanční systém ve službách ekonomiky a společnosti jako celku, který je schopen financovat reálnou ekonomiku a je tak nezbytnou podmínkou udržitelného růstu*.¹³ Podle *Objectives and Principles of Securities Regulation*¹⁴ organizace IOSCO¹⁵ jsou třemi základními cíli regulace trhů s cennými papíry (i) ochrana investorů, (ii) spravedlivé, efektivní a transparentní trhy a (iii) snížení systémového rizika.¹⁶ Působení na finančním trhu je v návaznosti na zmíněný

¹¹ *Communication for the Spring European Council, Driving European recovery*, COM (2009) 114 final, Brussels, 4. 3. 2009 (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>)

¹² V disertační práci budu primárně vyžít oficiální překlady právních předpisů a dalších dokumentů EU, byť se v případě řady textů jedná o překlady nepřesné, nepřiliš srozumitelné a často hraničící s euro-fetišizací používaného jazyka. Na vlastní překlady vždy upozorňuji v poznámce pod čarou. Citace zahraniční odborné literatury ponechávám v jazyce originálu.

¹³ *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank: Regulating financial services for sustainable growth*, COM(2010) 301 final, Brussels, 2.6.2010 (vlastní překlad autora) (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf)

¹⁴ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

¹⁵ Mezinárodní organizace sdružující komise pro cenné papíry vznikla v roce 1983 transformací původně americké regionální asociace v mezinárodní instituci. Cílem mezinárodní organizace IOSCO je spolupráce při podpoře vysokých standardů regulace s cílem udržet spravedlivý, efektivní a finančně zdravý kapitálový trh.

¹⁶ K regulaci finančního trhu podrobněji viz bod 1.2.

význam této společenské instituce vyhrazeno pouze subjektům, které musí splnit přísné podmínky k tomu, aby jim bylo uděleno příslušné povolení, a jejich podnikání je i po jeho udělení podrobena dohledu ze strany orgánů veřejné správy. Jedná se tak vlastně o stanovení odchylek od obecné právní úpravy podnikání pro vybranou skupinu právnických, v menší míře pak fyzických osob¹⁷, a to především v návaznosti na právní regulaci činnosti („služeb“), kterou tyto subjekty vykonávají. **Jednou z klíčových oblastí¹⁸ právní regulace finančního trhu jsou také obezřetnostní pravidla** (*prudential rules*) finančních institucí, která jsou v dále vymezeném rozsahu hlavním tématem této disertační práce.

V návaznosti na recentní jev zvětšování množství a rozšiřování věcné působnosti evropských finančně-právních pravidel jsou tzv. rámcové směrnice vydané v rámci Lamfalussyho legislativního procesu¹⁹ doplňovány prováděcími právními předpisy, stále častěji ve formě přímo použitelného evropského nařízení. Stále častější jsou rovněž odkazy na různé „uznávané standardy“, resp. na *soft law* obecně. Vzniká tak složitá a pro adresáty, uživatele i právní teoretiky stále obtížněji uchopitelná vícevrstevná soustava právních pravidel. Banka, obchodník s cennými papíry, investiční společnost, platební instituce a další subjekty podřízené regulaci finančního trhu tak při svém praktickém fungování musí kombinovat tuzemské právo, přímo aplikovatelné evropské právní předpisy a *soft law* pravidla spolu s výklady pocházejícími od jednotlivých veřejnoprávních institucí. **Tato disertační práce by tak měla přispět k nejen k právně-teoretickému uchopení obezřetnostně-právní problematiky, ale také nabídnout možnost praktického využití získaných poznatků a vytvořeného systematického třídění.**

¹⁷ Viz např. (Clark 1976: 3): *Like all corporations, financial intermediaries' are subject to a complex system of legal regulation. Much of the regulation of ordinary industrial corporations is directed at ensuring full disclosure of relevant information to investors. Stockholders and other investors may then choose whether to take certain risks. By contrast, the regulation of financial intermediaries also limits the risks associated with the investment itself. Some regulation is aimed at ensuring that the intermediaries are "sound," i.e., not in danger of failure because of illiquidity or insolvency. Other legal techniques are designed to cope with failure and other unsound conditions when they do occur.*

¹⁸(Husták 2012: 8): *Ochrana kapitálového trhu se v ZPKT projevuje v několika formách. Jednak jsou to pravidla obezřetného podnikání (Prudential rules), která nastavují určité předpoklady pro činnost, organizaci vnitřního provozu, požadavky na kapitálovou vybavenost a obezřetnostní pravidla (některých) poskytovatelů služeb na kapitálovém trhu. Tato pravidla a jejich dodržování přispívají ke stabilitě jednotlivých účastníků kapitálového trhu a tím i ke stabilitě kapitálového trhu jako takového.*

¹⁹ Viz dále bod 3.2.

II. Cíl a systematika práce

Podle Bohuše Tomsy *Vlastní funkce právní vědy spočívá v myšlenkovém zjednodušení a uspořádání právních jevů, abychom je rozumově zvládli a snadno se v nich orientovali* (Tomsa 1946: 9). Podobně uvažuje také Jaromír Sedláček, podle kterého *Právní věda má také za úkol seřaditi spoustu právních norem podle nějakého jednotícího hlediska, tj. má je seřaditi do systému...Zde jde o systém obsahu norem, poněvadž jinak materiál nebyl by zvládnutelný... Theoretická věda právní dává nám návod, jak možno poznati normu právní, jak možno zjistiti obsah její a jak možno obsah právních norem systematicky uspořádati* (Sedláček 2012: 43 a 44). Nejnověji se v oboru finančního práva k problematice právní vědy vyjadřuje Milan Bakeš, který uvádí (Bakeš 2012: 19), že *Právní věda zkoumá působení každé právní normy, její praktickou aplikaci a sleduje, zda bylo dosaženo účinku zamýšleného vydáním příslušné právní normy. Zkoumá nejen jednotlivé právní normy, ale i souhrn právních norem jako celek, či naopak pouze jejich jednotlivé části. Právní věda zkoumá právní skutečnosti, popisuje je, rozebírá, třídí a vyvozuje obecné závěry.*

S ohledem na uvedenou obecnou funkci právní vědy je hlavním **cílem této disertační práce poskytnout komplexní a systematizovaný pohled na právní úpravu obezřetnostních pravidel ve vybrané oblasti právní úpravy finančního trhu s důrazem na kritickou reflexi jednotlivých právních institutů a mezisektorové srovnání příslušných právních pravidel.** Specifické otázky, které se tato disertační práce v rámci svého hlavního cíle pokouší zodpovědět, jsou:

- (i) co a jaká jsou obezřetnostní pravidla v rámci právní úpravy finančního trhu (*quid iuris*)?
- (ii) splňuje stávající právní úprava obezřetnostních pravidel v českém právním řádu kritéria kladená právní teorií na formu a obsah právních předpisů a na racionální uspořádání právního řádu?

Cíl této disertační práce je částečně spoluurčován základním vědeckým přístupem ke zkoumanému tématu²⁰, kterým je tzv. doktrinální (dogmatický) přístup jako nezbytný základ jakéhokoliv právně-vědeckého snažení, neboť je využíván jako primární nástroj k identifikaci, analýze a syntéze obsahu právních norem.²¹

²⁰ Podrobněji viz dále část III.

²¹ (Hutchinson in Watkins, Burton 2013: 9): *Doctrine has been defined as 'a synthesis of rules, principles, norms, interpretive guidelines and values' which 'explains, makes coherent or justifies a segment of the law as part of a larger system of law'.*

Tam, kde je to možné, se pokouším o **konstruktivní kritiku zkoumané problematiky, a to především z pohledu správnosti transpozice příslušných evropských právních předpisů, právní jistoty adresátů transponovaných ustanovení a efektivnosti řešení daného problému aktuální právní úpravou, a o formulaci doporučení *de lege ferenda*.**

Je zřejmé, že právní předpisy se bez dalšího nezjevují v myslích racionálně uvažujících zákonodárců jako nejlepší a nejefektivnější řešení *a priori* identifikovaného problému. *Ratio legis* přijímání nové právní úpravy proto často vychází z historicko-evolučního pojetí a obsahuje řadu teleologických argumentů a tento fakt, ačkoliv jsem jinak k teleologické interpretaci poněkud skeptický²², nebylo možné v rámci disertační práce pominout. Souhlasím tak částečně s Twiningem (1976: 20), který poukázal na skutečnost, že základním nedostatkem interpretačního přístupu využívaného právní doktrínou je skutečnost, že má jako své východisko a hlavní zaměření pouze právní normy jako takové, bez systematického a pravidelného zohledňování kontextu problémů, k jejichž řešení byly právní normy přijaty, účelů, které byly zamýšleny, a efektům, které v praxi tyto právní normy mají. Je však třeba podotknout, že primární důraz na dogmaticko-pozitivistický přístup je v právní vědě dán především charakterem právní argumentace obecně a že není tedy možné se mu z metodického hlediska vyhnout.

Ačkoliv je tedy samo užívání metod ostatních společenských věd v právní vědě problematické, zmínka o relevantním historickém a společenském kontextu do právně-vědecké práce rozhodně patří. V rámci výkladu o historii a evoluci obezřetnostních pravidel je tedy v obecné rovině popsán a zhodnocen vývoj právní úpravy dané problematiky, a to ve srovnání s právní úpravou současnou, což zdůrazňuje někdy až revoluční a skokové změny právní úpravy a jejich důsledky. Reflexí historických a evolučních aspektů jednotlivých institutů spadajících do oblasti obezřetnostních pravidel ukazují, že jejich obsah se v průběhu času měnil a z pohledu právní vědy není ustálený ani dnes, na rozdíl např. od řady tradičních institutů soukromého práva, kdy každý právník, a vlastně do určité míry i laik, má celkem adekvátní obecnou představu o právních institutech vlastnictví nebo manželství, ale ani odborníci se často neshodnou na tom, co ještě je a co již není „obezřetnostní pravidlo“, byť to může mít řadu praktických konsekvencí, např. při přeshraničním dohledu finančních institucí v EU, o který se, zjednodušeně řečeno, dělí domovský a hostitelský členský stát právě na základě charakteru dohlížených pravidel, nebo v rámci aplikace funkcionálních modelů

²² Viz dále část III.

regulace a dohledu nad finančním trhem, kdy právě toto kritérium ohraničuje pravomoc jednotlivých orgánů veřejné správy.

Cílem a tedy i závěrem této disertační práce by měl být **systematický, ucelený a koherentní přehled obezřetnostních pravidel zavedených v právní úpravě nejvýznamnějších sektorů finančního trhu, vycházející z analýzy současné právní úpravy, a to jak na úrovni evropského, tak na úrovni tuzemského práva, a jejich zhodnocení.**

II. I. Omezení tématu disertační práce

Obezřetnostní pravidla na finančním trhu představují pro právní vědu velmi rozsáhlé téma a bylo tedy třeba je uchopit tak, aby se mohlo stát základem uskutečnitelného výzkumného projektu. V této disertační práci se tedy vzhledem k jejímu rozsahu nezaměřuji na veškerá obezřetnostní pravidla, která by bylo možné ze současné právní úpravy finančního trhu získat důslednou systematickou analýzou právních norem zařazených do výběru na základě teoretické definice obezřetnostních pravidel, ale vybírám ty oblasti právní úpravy, které s ohledem na osobní působnost příslušných právních norem považuji za nejzásadnější a nejzajímavější pro právně-vědecké zpracování, a to právní úpravu: **(i) poskytovatelů investičních služeb²³, (ii) subjektů kolektivního investování a (iii) platebních institucí.**

Na základě jistého náznaku systematiky obezřetnostních pravidel ve stávající tuzemské právní úpravě jsou nejprve *a priori* navrženy kategorie, v jejichž rámci je možné provádět identifikaci a srovnání jednotlivých oblastí pravidel (obezřetnostních finančně-právních institutů), což je umožněno mj. tím, že hranice mezi jednotlivými „sektory“ finančního trhu jsou z funkcionálního a legislativního hlediska propustné²⁴ a také evidentní a pravděpodobně vědomou snahou zákonodárce o sjednocení právní úpravy napříč těmito sektory a také

²³ Pro přehlednost textu a terminologickou úspornost rozumím v této disertační práci poskytovateli investičních služeb obchodníky s cennými papíry, úvěrové instituce při poskytování investičních služeb a subjekty kolektivního investování při poskytování investičních služeb v rozsahu osobní působnosti směrnice MiFID a subjekty kolektivního investování investiční společnost a samosprávný investiční fond, tedy obhospodařovatele investičních fondů dle ZISIF. V oblasti poskytovatelů investičních služeb tedy nevěnuji zvláštní pozornost investičním zprostředkovatelům a vázaným zástupcům dle ZPKT, v oblasti kolektivního investování se pak nezabývám drobnými rozdíly, které platí ve zkoumané oblasti pro administrátory fondů.

²⁴ Viz např. společná úprava většiny obezřetnostních pravidel pro úvěrové instituce a obchodníky s cennými papíry.

jednotlivými segmenty finančního trhu pod společným označením regulace poskytování finančních služeb.²⁵

Perspektivu zmíněných segmentů, resp. účastníků finančního trhu nicméně stále považuji, především díky specifikům a odlišným funkcím různých finančních institucí, za užitečný analytický nástroj, nehledě k tomu, že realita normotvorby i institucionálního zajištění dohledu nad finančním trhem z těchto odlišností rovněž ve většině případů vychází, resp. je s různou intenzitou reflektuje. Přestože jsou tedy reformy regulace finančního trhu a dohledu nad ním navrhovány a přijímány pod společnou hlavičkou „finančních služeb“, sektorový přístup je stále užitečným nástrojem vhodným pro orientaci v narůstajícím množství právní i mimoprávní materie. V neposlední řadě této myšlenky odpovídá i členění evropské právní úpravy dle jednotlivých směrnic a nařízení a také institucionální uspořádání evropských orgánů dohledu v rámci Lamfalussyho legislativního procesu.

Disertační práce vychází z právního stavu k 1. 11. 2013, a to z příslušných evropských právních předpisů, právních předpisů představujících jejich transpozici do českého právního řádu, návrhů těchto právních předpisů, dostupné judikatury, relevantních standardů, výkladových stanovisek příslušných tuzemských i evropských orgánů, jiných oficiálních dokumentů a z právníkové, ekonomické a politologické literatury. V případě odborné literatury vycházím z citační normy Chicago v. 15. Aktuální stav v době dokončení práce je reflektován ve třetí části věnované nástinu dalšího vývoje a v případech zásadnějších změn je odkaz na ně uveden v poznámce pod čarou. Některé body této disertační práce vycházejí z mé rigorózní práce *Řídicí a kontrolní systém obchodníků s cennými papíry*. V případě reflexe problematiky právní úpravy střetu zájmů (bod 4.1.1.2.) a rozhodovací činností ESAs (bod 5.4.) vycházím primárně ze své předchozí publikační činnosti na toto téma.

Dalším důležitým omezením rozsahu zkoumané problematiky je můj záměr nezabývat se, až na několik drobných výjimek, omezitelnými pravidly v užším slova smyslu, tedy pravidly, která jsou v současnosti představována evropskou směrnicí CRD IV a evropským nařízením CRR. Podle mého názoru se jedná převážně o pravidla technického charakteru, byť se zásadním právním významem (zejména v případě CRR), určená primárně pro úvěrové instituce v jejich původní a klíčové funkci přijímání vkladů a poskytování úvěrů a jejich bližší zkoumání by z hlediska cíle této práce nepřineslo žádné významné poznatky. Některá

²⁵ Viz především odůvodnění revize směrnice MiFID a unifikační přístup tuzemského zákonodárce, např. samotné zavedení pojmu „řídicí a kontrolní systém“.

specifika úvěrových institucí jsou však řešena v rámci částí věnovaných řídicímu a kontrolnímu systému poskytovatelů investičních služeb.

Obecně považuji společnou evropskou regulaci obchodníků s cennými papíry a úvěrových institucí za nevhodnou, především v důsledku velmi rozdílných rizik, kterým tyto finanční instituce čelí a zároveň z pohledu rizik, která jsou pro finanční trhy působením těchto finančních institucí představována. Kvantitativní požadavky na obchodníky s cennými papíry, kteří své stěžejní investiční služby, na rozdíl od bank, vždy poskytují tak, že nakládají s cizími aktivy, která jim byla svěřena právě za tímto účelem (zákaznický majetek²⁶), jsou pro tyto subjekty neúměrně přísné a tedy i nákladné a stávající systém výjimek tento zásadní problém nijak neřeší. V případě pravidel obsažených v CRR a CRD IV nelze ani říci, že by zákaznickému majetku obchodníka s cennými papíry oproti směrnici MiFID poskytovaly jakoukoliv smysluplnou ochranu. Zbývá dodat, že sama směrnice CRD IV ve svém čl. 2 odst. 5 nově stanoví, že se nevztahuje na přístup k činnosti investičních podniků, pokud je upraven směrnicí MiFID, což povede k dalším kolizním situacím a právní nejistotě, zejména v oblasti obecných organizačních požadavků a požadavků na vnitřní kontrolu. Tyto problémy nejsou nepodobné těm, kterým se věnuji v bodě 3.3. v případě nevhodné unifikace kvalitativních požadavků na řídicí a kontrolní systém v českém právním řádu. Ostatně, ESC jednoznačně deklarovala²⁷, že požadavky na vnitřní systémy dle MiFID i CRD jsou shodné a není na místě vyžadovat jejich rozdílnou úpravu a v případě překrývání těchto požadavků je třeba uplatňovat jednotný přístup. Poskytovatelé investičních služeb, kteří splňují požadavky směrnice MiFID, by tak měli automaticky splňovat i požadavky CRD.²⁸ Pouze v případě řízení rizik převáží, především díky své podrobnosti, právní úprava obsažená v příloze V. CRD. Tento velmi jednoduchý a racionální přístup však tuzemská, ale bohužel ani evropská právní úprava ve svém regulatorním přístupu nereflektuje.

II. II. Systematika práce

Podle Bakeše (2012: 84) je *Ekonomická kategorie finance...převedená v naší legislativě nikoliv do jednoho, nýbrž do řady finančněprávních institutů, a to způsobem institucionálních kompetenčních souborů. Identifikace základních obezřetnostních finančně-právních*

²⁶ § 2 odst. 1 písm. h) ZPKT

²⁷ Viz zápis z jednání ESC ze dne 26. 6. 2006

(http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esc/meetings/2006-06-26-report_en.pdf)

²⁸ Tamtéž: *In particular, no further requirements should be imposed relating to the organisational structure of an investment firm, other than those regulated in Directive 2004/39/EC and its implementing measures, upon investment firms under that Article.*

institutů vychází v této disertační práci primárně z transpozice směrnice MiFID, zejména z té části ZPKT, která nese označení „obezřetné poskytování investičních služeb“ (§ 12 a násl. ZPKT). Identifikované právní instituty jsou pak podrobeny analýze, interpretaci, mezisektorové komparaci a konfrontaci s teoretickým vymezením, s cílem získat ucelený a koherentní teoretický výklad obezřetnostních pravidel uplatňovaných na finančním trhu.

V rámci základních východisek jsou z důvodu uvedení čtenáře do zkoumané problematiky v první části disertační práce reflektována především tato témata: vymezení finančního trhu, subjektů na něm působících a některých základních pojmů a teoretická východiska a základní koncepty právní regulace subjektů finančního trhu a jejich činnosti (odpověď na otázku proč regulovat finanční trh), včetně teoretického vymezení obezřetnostních pravidel a jeho adjustace pro potřeby této disertační práce.

V druhé části disertační práce je podán nástin historického vývoje právní regulace vybraných subjektů finančního trhu na evropské a tuzemské úrovni, jsou reflektována některá specifika právních norem v oblasti finančního trhu a jejich struktura a jsou zmíněna některé základní obezřetnostní pravidla pro činnost subjektů finančního trhu. Klíčovou částí disertační práce je rámci části druhé kapitola čtvrtá navazující na teoretické vymezení a deklaraci základních východisek a obsahující normativní analýzu identifikovaných obezřetnostních pravidel. Na normativní analýzu obezřetnostních pravidel pak navazuje reflexe vybraných institucionálních a procesně-právních aspektů obezřetnostních pravidel a dohled nad dodržováním těchto pravidel, kde je silně akcentována evropská dimenze zmíněných aspektů.

Na předchozí dvě stěžejní části pak navazuje část třetí, obsahující závěrečné zhodnocení výsledků disertační práce a jejího přínosu pro obor finančního práva a naznačení pravděpodobného dalšího vývoje právní úpravy v oblasti obezřetnostních pravidel.

Ve své disertační práci zkoumám vymezená obezřetnostní pravidla sice komplexně, ale vzhledem k jejímu rozsahu nutně obecně. Některým aspektům obezřetnostních pravidel nicméně věnuji větší pozornost, neboť je jednak považuji za podstatné, jednak proto, že představují v jistém smyslu praktickou aplikaci teoretických poznatků obsažených v této práci. Jde především o části věnované problematice **střetu zájmů, unifikaci kvalitativních požadavků na řídicí a kontrolní systém v sekundární legislativě ČNB a rozhodování nových evropských ESAs.**

II. III. Přínos práce

Aktuální právní úprava obezřetnostních pravidel v oblasti finančního trhu není dosud v tuzemské právní vědě komplexně zpracovanou materií. V zásadě ucelený, nicméně s ohledem na účel dané publikace nutně obecný, pohled na právní pravidla v oblasti finančního trhu poskytuje publikace Josefa Kotáska, Jarmily Pokorné, Přemysla Rabana a kolektivu, *Kurs obchodního práva. Právo cenných papírů* z roku 2005 (Kotásek 2005). Několik zmínek o zkoumané problematice obsahuje také aktuální vydání učebnice Finančního práva od autorského kolektivu pod vedením Milana Bakeše (Bakeš 2012). V roce 2012 byl vydán komentář k ZPKT (Husták 2012), který se některým otázkám obezřetnostních pravidel na obecné úrovni věnuje. Danou problematikou se pak v různém rozsahu zabývají také některé kvalifikační vysokoškolské práce a odborné články, především v časopise Obchodněprávní revue. Analýza existující literatury k danému tématu byla součástí přípravné fáze zpracování této disertační práce, je součástí uvedení do zkoumané problematiky a zohledněná literatura je uvedena v bibliografii a citacích.

Přínosem této disertační práce by tedy mělo být teoreticky i prakticky využitelné právně-vědecké uchopení rozsáhlé a komplexní právní úpravy obezřetnostních pravidel na finančním trhu, které (i) identifikuje a popíše relevantní právní normy, (ii) vytvoří systematiku obezřetnostních pravidel, (iii) poskytne interpretaci v nejednoznačných případech a (iv) obezřetnostní pravidla na základě zvolených kritérií kriticky zhodnotí a poukáže na nedostatky současné právní úpravy.

III. Základní teoretická a metodická²⁹ východiska

Každý právně-vědecký výzkumný projekt, ať už explicitně nebo nevědomky, což je častější případ, vychází z určitého teoretického a metodického základu, který tak určuje, jak je v rámci výzkumného projektu právo konceptualizováno, jaké druhy výzkumných otázek lze považovat za smysluplné a užitečné, jaká „data“ je nutné získat a zkoumat, a především, jaké postupy (metody) je přitom třeba uplatnit. Ve své disertační práci jsem se nechtěl omezit na konstatování, že pro práci „využívám tradiční metody vědecké práce“, byť je to samozřejmě v jistém smyslu pravda, ale chtěl jsem teoretickým a metodickým otázkám věnovat náležitou pozornost.

Podle mého názoru je totiž nezbytné o výše zmíněném teoretickém a metodickém základu nejen přemýšlet, ale je vhodné jej v textu alespoň stručně zmínit, a to spolu s jeho případnou kritikou. Nelze tedy ponechat problematiku teoretického a metodického pozadí výzkumného projektu nedotčenou. Součástí každé právně-vědecké práce by tak vedle literatury zabývající se tématem samým, měla být alespoň základní reference, resp. reflexe literatury z oblasti právní teorie a právně-vědeckých metod. Základní teoretická a metodická východiska jsou důležitou součástí jakéhokoli vědeckého uchopení (nejen) právních fenoménů. Teoretická a metodická hlediska uplatněná na jakoukoliv komplexní právní problematiku s sebou totiž nesou určité hermeneutické „předporozumění“³⁰ struktury a fungování právního systému i jednotlivých právních institutů.

Obecně lze říci, že současnou právní vědu charakterizují dvě základní vědecká paradigmaty. Prvním z nich je doktrinální nebo také teoretický přístup (označovaný často jako *black-letter law*), který se zaměřuje výhradně, resp. převážně na právo jako samostatný systém pravidel, ke kterému lze přistupovat výhradně prostřednictvím studia právních předpisů a který má jen nepatrný, příp. žádný vztah k mimoprávním skutečnostem.³¹ Druhým

²⁹ V této souvislosti častěji používaný výraz „metodologie“ chápu v původním významu, tedy jako vědu o vědeckém myšlení a poznávání (Tomsa 1946: 7). Metodou jsou pak konkrétní činnosti, které vykonávám, abych poznal zkoumaný fenomén, ověřil nějaké tvrzení nebo hypotézu nebo zodpověděl výzkumnou otázku.

³⁰ *Whether or not the researcher is aware of it, her 'world view' will influence every aspect of her research, not least her choice of method* (Watkins, Burton 2013: 2).

³¹ V tomto paradigmatu totiž funguje samotný právní řád jako teoretický rámec, který určuje právně relevantní fakta jako předmět zkoumání. Právní řád je tak v doktrinálním přístupu základním zdrojem konceptů, kategorií a kritérií (nelze si nepovšimnout návaznosti zejména na myšlenky Kelsenovi o očistění právních norem od všech externích prvků). V paradigmatu *law in context* jde pak o zkoumání z hlediska nezávislého (stojícího mimo právní vědu) teoretického rámce, který využívá koncepty, kategorie a kritéria nepocházející z právního systému samotného, např. ideologické rámce historiografie, sociologie práva, filosofie, politologie a ekonomie, v extrémním případě si lze představit i využití kauzalitních modelů přírodních věd.

základním paradigmatem právní vědy je paradigma práva ve společenském kontextu (*law in context*), v němž jsou základním východiskem zkoumání společenské problémy, které jsou právními normami řešeny a nikoliv výhradně právní normy samotné.

Vedle těchto základních paradigmat lze také hovořit o třech převládajících právně-výzkumných strategiích, a to o (i) empirické, (ii) mezinárodně-komparativní a (iii) doktrinální. Doktrinální výzkumná strategie (Emanuel Tilsch³² by tento přístup označil za dogmatickou právní vědu) je přímým výrazem doktrinálního přístupu a při teoretickém uchopení práva se zajímá výhradně, resp. především o tradiční primární prameny práva, zejména právní předpisy. Cílem doktrinální výzkumné strategie je systematizace, interpretace a vysvětlení určité právní oblasti prostřednictvím analytických a právně-argumentačních metod práce s textem jako jazykovým vyjádřením právních norem. Základním nástrojem konkretizace obsahu pojmů užitých v normativním textu je interpretace příslušného ustanovení právního předpisu.³³

Základní otázkou doktrinálního přístupu je: Co je právo v dané oblasti? Tento přístup nicméně nevylučuje kritiku platných právních norem a právně-politická doporučení *de lege ferenda*, které jsou však doménou především empirické nebo také společensko-právní (*socio-legal studies*) výzkumné strategie, která využívá metody a přístupy dalších společenských věd, především kvalitativní a kvantitativní výzkum sloužící k objasnění fungování právních institucí v dané společnosti z hlediska účelu jejich existence, a to na základě pozorování společenské reality.

Doktrinální výzkumnou strategii, klíčovou pro tuto disertační práci, lze spolu s Pendletonem³⁴ definovat jako *research which provides a systematic exposition of the rules governing a particular legal category, analyses the relationship between rules, explains areas of difficulty and, perhaps, predicts future developments*.

Doktrinální interpretativní přístup, jehož základem je studium právních textů, je v oblasti právní vědy v současné době převládající. Doktrínou se v tomto ohledu rozumí systematické vymezení toho, co je právem v daném kontextu, vysvětlení případných nejasností právních norem, jejich utřídění do logické a koherentní struktury a vymezení jejich vztahu k ostatním právním normám. Doktrinální uchopení zkoumané problematiky dodává koherenci a smysl

³² (Tilsch 2012)

³³ Viz např. ...*a major component of legal research... is research into the meaning of texts and, related to it, research into the meaning of texts in practical performance* (Watt 2012: 197).

³⁴ (Pendleton 2007: 23)

tam, kde se právní normy upravující určitý právní fenomén mohou zdát neutříděné a právní úprava chaotická. Doktrinální přístup ke studiu práva tedy znamená spíše výzkum „v právu“ nikoliv výzkum „o právu.“

Co se týče širšího teoretického rámce (paradigma logicko-pozitivistické, resp. formalistické, reflexe právní úpravy) a metodického přístupu k interpretaci, byla tato disertační práce vedle klasické a dosud nepřekonané Knappovy³⁵ *Vědecké propedeutiky*, jediné česky psané monografie zabývající se uceleným způsobem teoretickými, epistemologickými a metodickými otázkami právní vědy, inspirována především některými myšlenkami z publikací Tomáše Sobka *Argumenty teorie práva*³⁶ a Lukáše Hloucha *Teorie a realita právní interpretace*³⁷ a z odkazovaných zahraničních zdrojů. Nedocenitelným zdrojem poznání jsou pak každému právníkovi podle mého názoru jednoznačné, srozumitelné a stále použitelné výklady Sedláčkovy³⁸ a Roučkovy.³⁹

III. I. Krátká rozprava o metodě

Ondřej Horák (2012: XVIII – XXI) ve své předmluvě k reprintu Sedláčkova *Občanského práva československého* zcela správně shrnuje základní rysy normativní školy, z nichž vyzdvihujeme především skutečnost, že *Poznání normy spočívá ve zjišťování jejího obsahu (v její interpretaci) a tímto obsahem je v obecné rovině povinnost*, a významný podíl aplikace⁴⁰ práva na formování právního řádu (Horák 2012: XIX – XXI). Je však třeba si uvědomit, že *Z prvního letmého přečtení zákona odneseme si jen zmatené představy o jeho obsahu; chceme-li však o něm mít skutečné poznání, musíme tyto neurčité a rozptýlené představy rozumově proniknouti zpracovati a disciplinovati, vytvořiti z nich vědecké pojmy (soudy), a tyto pojmy (soudy) zapojiti do soustavy platných vědeckých poznatků* (Tomsa 1946: 11). Způsob, kterým tak činíme právě s uvedeným záměrem, je vědeckou metodou. *Právní věda přetváří surové psychické zážitky o právu v logické produkty a nástrojem, jehož při tom používá, je vědecká metoda* (Tomsa 1946: 24).

³⁵ (Knapp 2003)

³⁶ (Sobek 2008)

³⁷ (Hlouch 2011)

³⁸ (Sedláček 2012)

³⁹ (Rouček 1941)

⁴⁰ *Interpretace působí na aplikaci a tu nutno říci, že aplikace neděje se bez vlivu systematiky právní vědy. Nejen tedy legislativní maximy, nýbrž i systematika panující vědy právní má vliv na tvorbu norem. Konečně zákonodárce sám uzná tu onde za vhodné systém autenticky stanoviti.* (Sedláček 2012: 46)

Doktrinální přístup, resp. v tradici české právní vědy tzv. právní dogmatika, jako základní⁴¹ právně-vědecký přístup (viz výše), je poznávání obsahu právních norem a jeho systematická rekonstrukce. Vychází tedy z jednotlivých právních norem, zjišťuje jejich vnitřní smysl, zachycuje jejich obsah v pojmech, které pořádá v systém, a to ve snaze podat zhuštění a přehledný obraz práva.⁴² Nelze si zde nepovšimnout teoretického souznění Bohuše Tomsy (1946: 65, 66) s nejnovějšími zahraničními pojednáními o doktrinálním přístupu, v němž nalezneme na řadě míst tytéž myšlenky o primárnosti vědeckých poznatků doktrinálního přístupu, jeho úzkého spojení s právní praxí, důležitosti předporozumění badatele a pojímání práva jako fenoménu zasazeného do společenského a kulturního kontextu.

Také Gerloch (2004: 25) při své systemizaci vymezuje, v návaznosti na Knappa (2003: 44), právní dogmatiku jako obor, který *omezuje předmět svého poznání na právo jako normativní systém a neklade si za cíl víc, než poznat jeho obsah...základní metodou je exegeze (analýza právních textů) a z této metody vyplývá, že se vlastně svým předmětem a cílem poznání ztotožňuje s právním pozitivismem v jeho tradičním smyslu* a zároveň hovoří o právní hermeneutice jako o *teorii poznání práva*, (která) *zkoumá prameny poznání práva, její součástí je právní metodologie jako teorie metod zkoumání práva, teorie právní interpretace a právní argumentace* a o právní komparatistice jako o oboru, který se *věnuje se srovnávání právních řádů a velkých právních systémů (makrokomparatistika) a jednotlivých právních institutů (mikrokomparatistika)*. Skutečně platí, že *současný právní řád není utvářen, tak jak tomu bylo ještě před několika desetiletími, z jednoho zdroje* (Gerloch, Tryzna a Wintř 2012: 16), a komparativní aspekty jsou v řadě právně-vědeckých oborů nezbytností.

V této disertační práci tedy uplatňuji pozitivistický⁴³ dogmatický⁴⁴ právně-vědecký přístup za použití metod interpretačního⁴⁵ (exegetického) charakteru, a to za

⁴¹ Viz např. (Watkins 2013: 4, 7): *In her discussion of the doctrinal research method, Hutchinson argues that doctrinal research 'still necessarily forms the basis for most, if not all, legal research projects'*. A také (Watkins 2013: 10 - 11): *In most instances, a researcher would need to use doctrinal research to identify the pertinent law (legislation, rules and principles) before, for example, embarking on any empirical work on the policy or context behind the implementation of the law, or the subsequent effects of the law on the community*.

⁴² Viz také (Tomsa 1946: 60 a násl.)

⁴³ Pro právně pozitivistické (normativní) myšlení je charakteristické pojetí práva jako svrchovaného, objektivně platného a svými inherentními zákonitostmi determinovaného, vnitřně koherentního systému norem (Příbáň 2001: 15, 16).

⁴⁴ Ani vývoj právní vědy nezůstal nedotčen sociologického a jazykového obratu ve společenských vědách obecně, nicméně *jádro jurisprudence – právní dogmatika – (se) sotva změnilo* (Holländer 2012: 21).

⁴⁵ *Cílem právní dogmatiky jest zjištění smyslu, tj. myšlenkového obsahu právních norem; a ježto se to může státi výkladem, jest výklad podstatnou částí dogmatické metody* (Tomsa 1946: 61). Pro doktrinální přístup je tak charakteristický postup od identifikace právních pramenů a jejich rešerše k interpretaci a analýze textu za pomoci dedukce, indukce a analogie.

předpokladu jednotného, systematického a racionálně-logicky (logická koherence a jednotné *ratio*) vystavěného právního řádu, jehož základním axiomem je právní jistota v dále naznačené podobě. Poznatky jsou v rámci uvedeného přístupu syntetizovány v myšlenkovou jednotu. Výsledkem je jednak ucelený systém (syntéza statická), jednak popis vývoje zkoumané problematiky (syntéza genetická).

III. II. Komparativní aspekt disertační práce

Obezřetnostní pravidla upravená v českém právu finančního trhu jsou až na několik málo výjimek výsledkem harmonizace našeho právního řádu s evropskými právními předpisy regulujícími finanční trh. Celá řada příslušných evropských směrnic obsahuje relativně detailní úpravu a vychází z principu maximální harmonizace, přičemž stále roste podíl přímo aplikovatelných evropských nařízení. Členské státy EU mají tak jen omezené možnosti odchýlit se od pravidel evropského finančního práva. Přesto však v transpoziční praxi k odchylkám dochází, často k odchylkám významným, a tuto skutečnost nelze přehlížet. Jedním z důvodů těchto odchylek je skutečnost, že hlavní slovo při přípravě právních předpisů evropského finančního práva mají nejen ve zkoumané oblasti státy s rozvinutými finančními trhy a pro ostatní členské státy může být složité teoreticky uchopit a do vnitrostátní právní úpravy prakticky převést finančně-právní instituty, které jsou danému právnímu řádu cizí, resp. se v daném právním řádu vyvinuly v jiné podobě. Obecný důvod rozdílné transpozice pak samozřejmě tvoří odchylky v jednotlivých právních kulturách členských států.

Zároveň si nelze nepovšimnout ústupu od jednotného, suverénním státem vytvářeného práva k právnímu polycentrismu, který s sebou v rámci integrace, internacionalizace a především europeizace nese mj. pluralitu pramenů práva a přejímání cizích právních vzorů. Dochází také ke změnám ve způsobu interpretace zákonného práva, přičemž se stále více prosazují metody interpretace běžné v právní kultuře *common law*, kdy je značná váha přikládána úmyslu zákonodárce, resp. účelu právního předpisu. Významným faktorem je v rámci nadstátního – evropského práva rovněž povinnost tzv. eurokonformního výkladu.

Výše naznačené důvody mě vedly k **částečnému využití komparativního právně-vědeckého přístupu**, neboť srovnáním s právní úpravou jiných členských států lze podle mého názoru získat nové poznatky týkající se vlastního právního řádu. Tato disertační práce však nemá ambici být prací právně-srovnávací, neboť by to vyžadovalo rozšířit výzkumný projekt o zevrubný průnik do jednotlivých právních kultur, v nichž srovnávané finančně-

právní instituty fungují. Vycházím ze základní myšlenky, resp. analytického nástroje autorů klasické učebnice⁴⁶ komparativního práva Zweigerta a Kötz *praesumptio similitudinis*, tedy, že právní řády vyspělých národů řeší stejnou problematiku v zásadě podobně. Jsem si plně vědom toho, že tento předpoklad nemusí být vždy pravdivý, resp. že řada teoretiků srovnávacího práva s ním nesouhlasí (např. profesor Pierre Legrand⁴⁷, který vychází naopak z principu difference jako vůdčího přístupu ve srovnávacím právu, které je podle něj zakotveno právě *dans la difference* (Legrand 2009: 101), nicméně v rámci zkoumané problematiky lze mít za to, že plně souzní s předpokladem funkcionální ekvivalence, resp. že je měřítkem, podle něhož je možné posuzovat transpozici evropského finančního práva do vybraných právních řádů členských států EU. Ostatně, sami právě uvedení autoři považují předpoklad podobnosti za pracovní nástroj a heuristický princip vhodný v počátcích srovnávacího právně-vědeckého bádání. Princip funkcionální ekvivalence pak vede k využití poněkud odlišného metodického schématu, a to funkcionalismu, kdy nejde o zkoumání právního institutu *an sich*, ale funkce, kterou plní. Srovnávat lze tedy pouze něco, co plní stejnou funkci, což je v současné době primárním metodickým principem oboru srovnávacího práva.

III. III. K problematice kritéria právní jistoty a jeho metodickým implikacím

Významným počinem v oblasti právní teorie a metodologie⁴⁸ je kolektivní monografie *Metodologie interpretace práva a právní jistota* vydaná pod editorským dohledem Aleše Gerlocha, Jana Tryzny a Jana Wintra. Z hlediska své disertační práce považuji za velmi inspirativní především celou řadou autorů deklarované **sepjetí právní jistoty jako základního požadavku na fungování jakéhokoliv právního systému s racionální metodou výkladu textů, v nichž je právo obsaženo**. Vedle schopnosti a možnosti dostat deklarovanému účelu racionální a logické výstavby struktury právních norem a jejich hierarchie považuji právní jistotu (o tom, co je právo v dané situaci⁴⁹, bezproblémové rozumění textům právních předpisů, relativní stálost práva a ustálenost systému práva a jeho

⁴⁶ Zweigert, K, Kötz H., *An Introduction to Comparative Law*, Third Edition, Clarendon Press, Oxford: 1998.

⁴⁷ Legrand, P., *Le droit comparé*, 3e édition, Presses Universitaires de France, Paris: 2009.

⁴⁸ V návaznosti na Gerlocha a Tryznu chápu metodiku (v jejich terminologii metodologii) jako soubor postupů, které umožňují řešit relevantní právní otázky kladené v rámci určitého právního řádu (Gerloch, Tryzna a Wintř 2012: 9).

⁴⁹ *Pro aplikaci práva charakteristické prostředí je tedy prostředí sporu o tom, co je po právu* (Gerloch, Tryzna, Wintř 2012: 10).

jazyka⁵⁰ a zajištění předvídatelnosti dopadů právní regulace na její adresáty)⁵¹ za základní měřítko kvality jakékoliv snahy o regulaci společenských vztahů prostřednictvím práva. Právní jistota má přitom tři aspekty (Brožek 2012: 145)⁵²:

(i) právo lze považovat za jisté, pokud je **poznatelné** – mělo by být vyjádřeno jasným a určitým způsobem při použití jednoznačných pojmů; současně je třeba se vyhýbat používání příliš častých odkazů na generální klauzule;

(ii) právo lze považovat za jisté, pokud je prakticky **realizovatelné** – jde nejenom o to, aby právo nevyžadovalo věci nemožné, ale rovněž, aby rozhodnutí orgánů aplikujících právo byla předvídatelná;

(iii) součástí právní jistoty je i **stabilita** práva – právo nesmí být měněno libovolným způsobem, resp. způsobem, který by mohl být překvapivý pro adresáty právních norem, jakékoliv změny by měly být racionální a jejich nezbytnost řádně odůvodněna.

Právní jistotou z pragmatického pohledu pak rozumím především jistotu normativního textu, tedy toto je dovoleno, toto je zakázáno, toto je příkázáno. Jako další velmi důležité postřehy, zejména s ohledem na zaměření této práce, lze zmínit názory Gerlocha a Tryzny (Gerloch, Tryzna, Wintř 2012: 11 - 12), podle nichž *Recentní právo se vyznačuje v některých ohledech značnou ochotou inspirovat se mnohými cizími úpravami, aniž by bylo vůbec patrné, že je přejímání cizích vzorů nějak odůvodněné...lze pozorovat institucionalizované sjednocovací tendence v rámci různých mezinárodních a nadnárodních struktur, které jsou schopny právní řády jednotlivých států ovlivnit s ohledem na své zázemí s ještě větší intenzitou*. Byť jsou tyto myšlenky uváděny v souvislosti s požadavkem na zajištění sofistikované metodiky interpretace práva, především v oblasti aplikace práva, mají podle

⁵⁰ Náležitostmi právních termínů jsou jazyková správnost, odborná správnost, jednoznačnost, přesnost, ustálenost a zřetelnost (Holländer 2012: 39).

⁵¹ Právní jistotou přitom není míněna absolutní neměnnost práva neboli jeho "statika". V uvedeném kontextu je chápána ve smyslu určitosti a konstantnosti přisuzování významů právnímu textu, tj. jako určitost stanovování obsahu právních norem a konstantnost jejich aplikace, jako stejné rozhodování ve stejných případech. Právní jistotou se tudíž v tomto stanovisku v souvislosti s posuzováním zákonným ustanovením rozumí předvídatelnost chování státních orgánů při aplikaci práva, a to z hlediska přisuzování významů právnímu textu a z hlediska subsumce skutkových zjištění pod právní normu při rozhodování. Určitost stanovování obsahu právních norem neboli významů právního textu závisí přitom na určitosti ustanovení právních předpisů a na právních interpretačních postupech. Obecně lze konstatovat, že neurčitost určitého (některého) ustanovení právního předpisu nutno považovat za rozpornou s požadavkem právní jistoty, a tudíž i právního státu (čl. 1 Ústavy České republiky), toliko tehdy, jestliže intenzita této neurčitosti vylučuje možnost stanovení normativního obsahu daného ustanovení i pomocí obvyklých interpretačních postupů. (náleží Ústavního soudu Pl. ÚS 4/1995)

⁵² Citovaný autor tyto aspekty dále rozvíjí na str. 147 a násl.

mého názoru obecnější dopad a představují výstižnou charakteristiku oblasti recentního vývoje v oblasti finančního práva.

Stejně tak lze rozšířit i názor uvedených autorů, že ...*v konkrétním případě neplatí právo toho obsahu, který mu propůjčil jeho tvůrce, nýbrž toho obsahu, který je stanoven tím, kdo jej autoritativně na konkrétní případ aplikuje* (Gerloch, Tryzna, Wintr 2012: 13), i na otázky interpretace práva jeho adresáty, resp. jakýmikoliv interprety, včetně těch, kteří se pokoušejí k právním předpisům vztahovat z pohledu právní vědy. Vzhledem k právě uvedenému v této práci zaměřuji pozornost na *primární objekt výkladu, tj. v našem prostředí normativní právní text...proto, že ze všech možných objektů interpretace je právní předpis jediným prvkem, který je jako takový formálně určitý a relativně stabilní...zájem o sekundární objekty interpretace bude omezen na situace, kdy právní předpis nedává jednoznačnou odpověď na položenou otázku* (Gerloch, Tryzna, Wintr 2012: 14). V mém případě je zájem o sekundární objekty interpretace veden především snahou zasadit zkoumanou problematiku do relevantního kontextu.

Právě uvedené myšlenky o primárním a sekundárním objektu interpretace plně souzní s Holanderovým (2012: 21) konstatováním, že *Evropská právní věda se po staletí vyvíjela jako hermeneutická disciplína, jejímž předmětem byla interpretace autoritativních textů (jakž i systematizace a pojmový, jazykový popis)* a jeho citací Ralfa Dreiera, podle kterého získala právní věda svůj metodologický základ z logiky, filologie a historie. Na tomto základě evidentně staví i současná právní věda i metodologie interpretace práva se svými základními výkladovými metodami gramatickou, logickou, historickou, systematickou a teleologickou, a tato práce nemůže a nechce být výjimkou (viz také výše). Právní věda tak má interpretačně-argumentační povahu, na rozdíl např. od vědeckého vysvětlování empirických dat prizmatem vztahů kauzality, a lze plně souhlasit se Sobkem (2012: 44), že *Významy textu nejsou něčím za textem a mimo něj, ale jsou to způsoby jeho překladu, které jsou v daném interpretačním společenství akceptovatelné jako správné*.

Přes různé sociologizující a psychologizující tendence tedy zůstává jádrem právní vědy výklad významonosných normativních textů a právní věda tak setrvává v rovině a v rámci hranic sémantického významu jazykových výrazů, je tedy vždy **primárně objektivně-textualisticky-hermeneutická a deskriptivní, resp. deskriptivně-analytická**. Sdělitelným výsledkem právně-vědeckého zkoumání normativních textů je opět nějaký text.

Lze ovšem z výše uvedených principů vytvořit relevantní kritéria pro hodnocení právního textu? Právní pravidla se obecně vyznačují několika vzájemně úzce provázanými základními vlastnostmi. Je to především jejich rozsah, tedy množina případů, na které se vztahují. Problémem z hlediska právní jistoty většinou nebývá rozsah malý, ale naopak příliš obecně formulovaná hypotéza právní normy, která pak dopadá na příliš široký, resp. neurčitelný počet případů. Taková právní pravidla jsou používána především tam, kde dochází k častým změnám situací, které má dané pravidlo upravovat, a tam, kde je nejasný, resp. neprokazatelný kauzální vztah mezi regulovaným chováním a cílem regulace, resp. škodlivým následkem, kterému má regulace chování předcházet. To je právě případ obezřetnostních pravidel, která mají, jak bude dále podrobněji rozvedeno, především preventivní účel a kauzální vztah např. mezi povinností zavést opatření k ochraně vnitřních informací a skutečnou dosaženou ochranou takových informací, je velmi nejistý. Příliš obecně, resp. nejasně formulovaná hypotéza je například v případě povinnost zavést systém vnitřní komunikace (§ 12b odst. 1 písm. e) ZPKT), neboť v případě, že není řečeno ani, co je systémem vnitřní komunikace, ani jaké musí vykazovat vlastnosti, může jít o jakýkoliv systém vnitřní komunikace. Posuzování adekvátnosti rozsahu právního pravidla je zároveň posuzováním jeho úspěchu nebo neúspěchu jako nástroje společenského řízení a při naplňování stanoveného politického cíle (Black 1997: 5).

V souvislosti se základními principy výstavby právního řádu je třeba také podotknout, že právní pravidlo by mělo být v dostatečném rozsahu stanoveno na úrovni zákona (má být X) a podrobnosti mohou být stanoveny prováděcím právním předpisem (má být X₁, X₂ a X₃). Jak je patrné z případů uvedených v této disertační práci, není tento princip v oblasti regulace finančního trhu mnohdy respektován. Je např. v tomto ohledu nepřípustné stanovit, že mají být zavedeny zásady a postupy řízení⁵³ a že „způsob dodržování“ (sic!) jednotlivých pravidel obezřetného poskytování investičních služeb (podle § 12 ZPKT) stanoví prováděcí předpis (§ 12f ZPKT), aniž by jednoznačné požadavky na zásady a postupy řízení byly stanoveny na úrovni zákona. Pokud pak není nízká kvalita právního pravidla fakticky napravována při jeho aplikaci, což je v oblasti dohledu nad finančním trhem s celou řadou „soft“ komunikačních regulatorních nástrojů běžná praxe⁵⁴, neplní dané pravidlo své společenské poslání a v regulovaných subjektech vyvolává pocit, že jsou podrobeny zbytečné, nesrozumitelné a

⁵³ § 12a odst. 1 písm. a) bod 1. ZPKT

⁵⁴ Viz především přístup uplatňovaný ve Velké Británii, kde jak formulování pravidel, tak jejich vynucování předchází celá řada konzultačních a vysvětlujících materiálů, včetně tzv. *CEO letters* vysvětlujících vedoucím osobám finančních institucí konsekvence přijaté právní úpravy, její interpretace a aplikace orgánem dohledu.

neracionální regulaci, což významně ovlivňuje jejich přístup k hodnotám, které mělo dané právní pravidlo chránit.

Výše uvedeným instrumentálním prizmatem (právo jako nástroj usměrňování chování regulovaných subjektů) je také posuzována další, s rozsahem velmi úzce související, vlastnost právního pravidla, a to shoda s, resp. přiměřenost (*congruence*) sledovanému cíli. Tato vlastnost má však v naší právní kultuře jen velmi omezenou použitelnost, neboť důvodové zprávy k návrhům zákonů a prováděcích právních předpisů jsou většinou velmi stručné a především neodkazují jednoznačně k ustanovením evropské právní úpravy, jejíž jsou implementací. Dalším problémem je v této souvislosti přístup k povinně prováděnému hodnocení dopadů regulace (RIA), kterou lze, minimálně v oblasti regulace finančního trhu za *soustavu analytických metod směřujících k systematickému hodnocení očekávaných dopadů navrhovaných politik a právních předpisů, kterými jsou implementovány*⁵⁵ považovat jen s velkou dávkou optimismu, neboť nejen, že je z textu⁵⁶ jednoznačně patrné, že rozhodnutí o jednotlivých variantách právní úpravy bylo přijato před prováděním hodnocení a RIA je prováděna jen díky povinnosti ji provádět a slouží k odůvodnění předem zvolené koncepce, ale nejsou aplikovány žádné analytické metody, o absenci jakéhokoliv teoretického základu nemluvě.⁵⁷

Další důležitou vlastností právních pravidel je jejich neurčitost, vyplývající jednak z přirozené podstaty jakéhokoliv jazyka, jednak z určité funkční závislosti na budoucí aplikaci, kdy jsou v právním pravidle použité obecné výrazy aplikovány na různorodou skupinu faktických situací. Příkladem právního pravidla, které je díky svému textu a problematické budoucí aplikaci spíše ne-právnem, je ustanovení § 12a odst. 2 ZPKT, podle něhož *Řídicí a kontrolní systém musí být ucelený a přiměřený charakteru, rozsahu a složitosti činností obchodníka s cennými papíry*.

Podle některých autorů (viz např. Black 1997: 6) by se situace, kdy je právní pravidlo neurčité nebo má příliš velký rozsah, měly řešit interpretací v souladu s cílem, který je právním pravidlem sledován, tedy přístupem teleologickým, neboť jazyková a logická

⁵⁵ <http://www.vlada.cz/cz/ppov/lrv/ria/uvod-87615/>

⁵⁶ Příkladem může být především RIA u dlouhodobě připravované novelizace zákona č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích. Text je přístupný zde <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN8G5LV5EN>

⁵⁷ Zcela stranou musím vzhledem k rozsahu této práce bohužel ponechat základní nedostatek dopadových, resp. cost/benefit analýz v oblasti regulace finančního trhu, a to pojmání lidmi vytvořeného umělého systému (finanční trh) jako fenoménu, který se řídí stejnými kauzálními zákonitostmi jako systémy přirozené (přirodní) (viz také dílo F.A.Hayeka).

interpretace vede často k popření účelu daného pravidla. S takovým přístupem však nelze, mj. vzhledem k výše uvedené reflexi principu právní jistoty, souhlasit. Neschopnost zákonodárce formulovat odpovídající právní pravidla nemůže být na újmu jejich adresátům, byť jde v případě regulace finančního trhu většinou o osoby s vysokou úrovní znalostí příslušného kontextu právního pravidla.

Stručně řečeno, pokud máme na výběr tato právní pravidla: (i) subjekt musí zavést systém řízení rizik, (ii) subjekt musí zavést systém řízení rizik, který je mu přiměřený a (iii) subjekt musí zavést systém řízení rizik, který má vlastnosti x, y a z, volíme jako nejkvalitnější právní úpravu vždy variantu třetí, neboť na rozdíl od pravidla „zákaz vstupu s lukem“, kdy pravděpodobně nevznikne spor o to, co se v dané kulturní interpretační komunitě rozumí lukem, není ze sémantického hlediska jednoznačné, co se systémem řízení rizik přesně rozumí a je třeba to v textu právního pravidla reflektovat.

Jistota ohledně toho, co přesně dané právní pravidlo stanoví, se tak stává do značné míry funkčně závislou na příslušné interpretační komunitě, tedy zda jak zákonodárce, tak adresáti právního pravidla i orgány pravidlo aplikující mu budou přisuzovat stejný význam, což je mj. v oblasti společenských věd jádrem konvencionalistického teoretického přístupu a lze zde tedy hovořit o právním konvencionalismu. Byť je tento přístup pro zkoumání řady fenoménů relevantní, nelze v oblasti zkoumání právních pravidel z řady dobrých důvodů, specifikovaných výše, rezignovat na zajištění jasnosti právního pravidla přímo v samotném jeho textu. Z pohledu požadavků na normotvorbu tedy nelze souhlasit např. se sociologizujícím přístupem Julie Black, byť vcelku pochopitelným v oblasti zkoumání byrokracie a regulatorních systémů obecně, že zákonodárce *will always be prey to those who adopt a 'literal' interpretation of a rule* (Black 1997: 24). Jiní autoři v této souvislosti považují jazykovou interpretaci právních pravidel za projev formalismu a tvrdí, že právní formalismus je využívám především tam, kde se adresát právní normy snaží vyhnout regulaci (např. McBarnet a Whelan 1991). S tím opět není možné souhlasit. **Bez právního formalismu, tedy využití jasně definovaných pravidel, požadavku konzistentnosti a předvídatelnosti právní úpravy a jazykového výkladu, není právo, především právo veřejné, vůbec myslitelné.**

Vycházejí z klasického článku Colina Divera *The optimal precision of administrative rules* a jeho tří dimenzí právních pravidel (Diver 1983: 67) budu při hodnocení zkoumaných obezřetnostních pravidel používat tato kritéria, která jsem reinterpretoval pro potřeby této

disertační práce: **(i)** srozumitelnost jako **právní jistota o významu** (*transparency*), **(ii)** **aplikovatelnost** (*accessibility*), a to jak adresáty (někdy vyjadřované jako *rate of compliance*), tak orgány veřejné moci a **(iii)** **soulad s evropskou právní úpravou**, z níž dané pravidlo vychází.⁵⁸ Srozumitelná, snadno aplikovatelná a eurokonformní pravidla snižují pravděpodobnost budoucích sporů a tím v ekonomickém smyslu také společenské náklady s aplikací spojené. Pravidla s opačnými vlastnostmi pak vlastně ani řádně neplní funkci právních pravidel, a pokud jsou v příkrém rozporu s principem právní jistoty nebo pravidly výstavby právního řádu, lze je v určitém ohledu považovat za ne-právo, byť formálně samozřejmě platné. Jsem si plně vědom řady metodických omezení, která z tohoto přístupu vyplývají, především nemožnost vyjádřit uvedená kritéria v měřitelných proměnných a závislosti optimální míry přesnosti právního pravidla na celé řadě velmi vágních faktorů (např. očekávání adresátů právních pravidel), nicméně považuji možnost srovnání jednotlivých pravidel ve formalizovanější podobě za užitečný doplněk metod užívaných v této disertační práci a k ilustraci závěrů v této práci formulovaných.

⁵⁸ Diver používá jako poslední kritérium „*congruency*“, kterou chápe jako soulad mezi hmotněprávním obsahem právního pravidla a cílem které pravidlo sleduje, tedy zda skutečně ovlivňuje chování regulovaného žádoucím směrem. Toto kritérium by však vyžadovalo empirické zkoumání přímo u adresátů právních norem, které překračuje potřeby této disertační práce. Jistý obrázek o *congruency* si však lze udělat z rozhodnutí Komise pro cenné papíry, resp. České národní banky, která se týkají relativně omezeného okruhu správních deliktů. Některá z těchto rozhodnutí jsou zmíněna dále v textu.

První část

1. Úvod do problematiky a vymezení některých pojmů

V této části disertační práce uvádím čtenáře do problematiky regulace finančního trhu prostřednictvím vymezení finančního trhu a společenské funkce, kterou plní, a nástinem systematiky evropské regulace finančního trhu. Dále se stručně pokusím o zasazení regulace obezřetnostního charakteru do teorie regulace. Nejdříve uvedu *raison d'être* veřejnoprávní intervence na finančním trhu, poté představím obecnou typologii regulace finančního trhu. V této části jsou také teoreticky definována a identifikována obezřetnostní pravidla na finančním trhu a toto vymezení je následně využito pro konstrukci vlastního systému obezřetnostních pravidel, využitelného pro systematický popis jejich obsahu a zhodnocení v částech věnovaných hmotněprávním aspektům obezřetnostních pravidel. Účelem této kapitoly je tedy poskytnout základní konceptuální rámec pro téma řešené v této disertační práci.

1.1. Finanční trh a jeho funkce

Abychom mohli plně pochopit roli a význam právní úpravy vztahující se na jednotlivé typy finančních institucí, uvedu nejprve několik poznámek k oblasti jejich působení, tj. finančnímu trhu, resp. k trhu kapitálovému.

Finanční trh je vedle trhu zboží a služeb a trhu výrobních faktorů nedílnou součástí moderního ekonomického systému. Finanční trh je místem, kde se setkávají investoři⁵⁹, tj. subjekty, které mají volné finanční prostředky a jsou ochotni je za úplatu poskytnout, se subjekty, které hledají způsob, jak financovat své stávající či budoucí aktivity, přičemž jde zejména o emitenty různých typů investičních nástrojů. V oblasti finančních trhů, jejichž účelem je *zprostředkovat redistribuci peněžních prostředků od subjektů s jejich relativním přebytkem...k subjektům trpícím jejich relativním nedostatkem...* (Bakeš 2012: 421)⁶⁰, se lze setkat s celou řadou subjektů označovaných jako účastníci kapitálového trhu.⁶¹ Vedle investorů a dlužníků (emitentů), kteří tvoří personální podstatu finančních trhů, jsou to především různé druhy finančních zprostředkovatelů, kteří přispívají k hladkému fungování finančních trhů (Bakeš 2012: 453).⁶² Z důvodu minimalizace tzv. transakčních nákladů tedy působí na finančním trhu různé druhy finančních zprostředkovatelů a organizátorů trhů, kteří za úplatu zařizují, aby se nabídka aktiv a poptávka po nich setkala a aby se uzavřené obchody

⁵⁹ V odborných ekonomických publikacích se můžeme nejčastěji setkat s označením přebytkové a deficitní jednotky.

⁶⁰ Podobně také (Kotásek 2005: 78 - 79).

⁶¹ Viz také § 5 odst. 3 ZoD.

⁶² Podobně také (Kotásek 2005: 84).

vypořádaly, tj. aby došlo k pohybu (k odepsání a připsání), peněz a investičních nástrojů na správné účty.

ZoD označuje většinu finančních zprostředkovatelů pojmem *poskytovatel služeb na kapitálovém trhu*.⁶³ Vedle toho, že je zde finanční trh nepřesně zúžen na trh kapitálový, vidíme v tomto pojmu také jednu ze základních charakteristik právní regulace finančního trhu, a to skutečnost, že právní úprava finančních trhů, resp. přesněji trhů finančních nástrojů, **vychází z pojetí finančního zprostředkování jako poskytování služby regulovaným subjektem zákazníkovi**. To, že právní úprava primárně neupravuje (v tom smyslu, že by představovala úpravu, kterou by si smluvní strany v rovném právním postavení jinak dohodly při vyjednávání o obsahu svého právního vztahu) dvoustranné, příp. vícestranné právní vztahy, je podle mého názoru zdrojem řady koncepčních a výkladových problémů, neboť návaznost na příslušné smluvní typy a klasické právní instituty se především v souvislosti s přijetím konceptu investičních služeb přinejmenším zkomplikovala a při teoretickém vztahování se k řadě otázek je třeba využívat analogií nebo sáhnout k obecnějším principům právní úpravy, což mj. nikterak nepřispívá k právní jistotě adresátů právních norem ohledně přesného obsahu jejich práv a povinností. Podobné problémy pak vykazuje recentní diskurs označování zprostředkování uzavření určitého druhu smlouvy, jako „distribuci produktu“.

Podle Kotáska (2005: 206) *Tento koncept⁶⁴ primárně představuje zachycení faktického výkonu určitých činností na kapitálovém trhu formou podnikatelského poskytování služeb třetím osobám, a to vždy ve vazbě na investiční nástroj. Není přitom rozhodující, na základě jakého smluvního vztahu je tato faktická činnost vykonávána a ani kterou osobou*. Tyto faktické činnosti však mohou s sebou nést různorodé právní povinnosti a vycházet z principů, z nichž některé jsou kontinentálním právním řádům do jisté míry cizí⁶⁵, což pak může mít

⁶³ § 5 odst. 2 ZoD *Poskytovatelem služeb na kapitálovém trhu se rozumí obchodník s cennými papíry, zahraniční obchodník s cennými papíry, který poskytuje na území České republiky investiční služby prostřednictvím pobočky, osoba provádějící přijímání a předávání pokynů týkajících se investičních nástrojů za podmínek stanovených zvláštním zákonem, institucionální investor, depozitář, organizátor regulovaného trhu, osoba provádějící vypořádání obchodů s cennými papíry, centrální depozitář, Česká národní banka v rozsahu vedení evidence cenných papírů*.

⁶⁴ Investiční služby – pozn. B. Č. Podobně lze mluvit o platebních službách a s určitým zjednodušením také o poskytování služby shromažďování majetku za účelem společného investování a správy tohoto majetku.

⁶⁵ Např. investiční služba investiční poradenství týkající se investičních nástrojů (§ 4 odst. 2 písm. e) ZPKT) a obhospodařování majetku zákazníka, je-li jeho součástí investiční nástroj, na základě volné úvahy v rámci smluvního ujednání (§ 4 odst. 2 písm. d) ZPKT) podle mého názoru implicitně zahrnují různorodé fiduciární povinnosti vzdálené kontinentálním právním systémům (viz dále podrobněji část věnovaná střetu zájmů). Srov. také článek V. Pihery Trust. Vybrané aspekty. – *S právními konstrukcemi na bázi trustu, popř. fiduciárních vztahů se dnes lze setkat jak ve světě mezinárodních transakcí, tak např. v oblasti kolektivního investování a držení cenných papírů*.

dopad do řešení nejen teoretických otázek, ale také velmi konkrétních otázek soukromoprávní i veřejnoprávní odpovědnosti, a to především tam, kde zákonodárce využívá obecných právních pojmů (střet zájmů, odborná péče, kvalifikované, čestné a spravedlivé jednání, nejlepší zájem zákazníků, řádně, přiměřeně, pokud je to vhodné apod.), k jejichž definici neposkytuje jednoznačné vodítko, nebo tam, kde je veřejnoprávní regulace založena na obecnějších principech (*principle based regulation*, dále jen⁶⁶ „PBR“).

Charakter a počet finančních zprostředkovatelů i povaha poskytovaných služeb závisí zejména na stupni vývoje daného finančního trhu. Ekonomická teorie⁶⁷ vymezuje finanční trh jako souhrn investičních instrumentů, institucí, postupů a vztahů, při nichž dochází k přelévání volných finančních zdrojů mezi přebytkovými a deficitními jednotkami na dobrovolném smluvním základě. Bakeš (2012: 103) definuje finanční trh jako *systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí umožňujících shromažďování, soustředování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky...umožňuje redistribuci dostupných peněžních zdrojů na dobrovolném, smluvním principu.*

Finanční trh lze podle kritéria předpokládané splatnosti investice, resp. druhu uzavíraných kontraktů, rozdělit na několik segmentů. Nejčastěji se uvádí dělení na (i) peněžní trh, (ii) kapitálový trh, (iii) devizový trh a (iv) komoditní trh. Jílek (2009: 63) vymezuje trhy podle druhu podstupovaných rizik na (i) dluhový trh, (ii) akciový trh, (iii) komoditní trh a (iv) měnový trh. Kromě toho tentýž autor rozeznává ještě tři vedlejší kategorie finančního trhu, a to repo trh, derivátový trh a sekuritizační trh. Kategorie dluhového a akciového trhu pak člení na (i) peněžní a (ii) kapitálový trh, který v sobě zahrnuje dluhopisový trh s investičními nástroji se splatností nad jeden rok a celý segment akciového trhu.

Vidíme, že hranice mezi jednotlivými kategoriemi finančních trhů jsou neostré a výsledná klasifikace záleží do značné míry na kritériu, které pro třídění zvolíme, aniž by některé kritérium bylo v teorii dominantní.

Základní právní předpis upravující otázky kapitálového trhu, tedy ZPKT, sice nese již ve svém názvu slovní spojení „podnikání na kapitálovém trhu“, ale pojem kapitálový trh nijak nedefinuje. ZoČNB ve svém § 1 odst. 1 sice stanoví, že *Česká národní banka je ústřední bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem* a podle § 2

⁶⁶ Především s ohledem na krkolomnost českého překladu slovního spojení *principle-based*.

⁶⁷ Viz např. (Veselá 2007)

odst. 2 písm. d) *vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu*, ale rovněž neříká, co se finančním trhem rozumí. Podobně ZoD ve svém názvu obsahuje pojem kapitálový trh a v § 1 uvádí, že upravuje působnost a pravomoci České národní banky při výkonu dohledu nad kapitálovým trhem a stanoví některá práva a povinnosti subjektů, které na tomto trhu působí. Bez zákonné definice pak tento pojem používá i v dalších ustanoveních. Určitý náznak členění finančního trhu pro účely jeho regulace lze najít v ZoFK, který rozlišuje „jednotlivé sektory finančního trhu“, a to (i) bankovní sektor, (ii) sektor pojišťovnictví a (iii) sektor investičních služeb. V této disertační práci se tak z pohledu ZoFK zabývám primárně sektorem investičních služeb s určitými přesahy do sektoru bankovního, a to v tom ohledu, že banka může rovněž poskytovat investiční a platební služby. Přestože se ZoFK vztahuje i na obchodpodařovatele podle ZISIF, do žádného finančního sektoru je nezařazuje (viz § 3 ZoFK). V této disertační práci využívám vzhledem k právě zmíněným definičním nejasnostem a vzhledem k nutnému omezení jejího rozsahu dělení vlastní.⁶⁸

Existuje také další možné členění kapitálového trhu, a to na (i) primární trh a (ii) sekundární trh. Na primárním trhu dochází k úpisu nově emitovaného investičního nástroje. Emisi investičního nástroje pak může emitent provést vlastními silami nebo využít příslušnou investiční službu poskytovanou obchodníkem s cennými papíry (§ 4 odst. 2 písm. g) a h) ZPKT nebo § 4 odst. 3 písm. f) ZPKT). Na sekundárním trhu se, přímo nebo prostřednictvím poskytovatelů investičních služeb, obchoduje s již emitovanými investičními nástroji a emitent těmito obchody již volné zdroje pro financování svých záměrů nezískává. Sekundární trh může mít různou podobu. Může jít o trh regulovaný (burzovní či mimoburzovní) nebo neregulovaný. Smyslem sekundárního trhu je zejména zajištění likvidity, tedy možnosti přeměny investičních nástrojů na peněžní prostředky. V České republice je primární trh prostřednictvím primárních emisí investičních nástrojů zatím využíván pouze minimálně. Tím se plynule dostáváme k základním funkcím, které kapitálové/finanční trhy plní.

V teorii⁶⁹ se lze setkat s vymezením několika základních funkcí kapitálového trhu:

1. akumulární (shromažďovací) funkce - kapitálový trh zajišťuje shromáždění poptávky a nabídky volných finančních zdrojů,
2. alokační funkce - znamená redistribuci těchto volných zdrojů s přihlédnutím k preferencím jednotlivých investorů podle výnosu, rizika a likvidity,

⁶⁸ Viz bod 1.5.2.

⁶⁹ Viz např. (Bakeš 2012: 103 - 104).

3. obchodní funkce (funkce likvidity) - dává investorům možnost v případě potřeby prodat nakoupené cenné papíry a získat tak zpět své zdroje a
4. cenotvorná, resp. obecně informační funkce – na kapitálovém trhu se střetává nabídka s poptávkou, čímž se vytváří tržní cena příslušného investičního nástroje, v právních řádech většiny států s rozvinutým kapitálovým trhem je tržní cena chráněna předpisy, které se týkají vnitřních informací a manipulace s trhem.
5. funkce řízení rizik, zejména k jejich diversifikaci prostřednictvím obchodování s investičními nástroji.

Většina autorů⁷⁰ dnes obecně nezpochybňuje dominantní ekonomický diskurs přímé souvislosti mezi fungováním a rozvojem finančních trhů a obecným ekonomickým růstem. Efektivně fungují finanční trhy především tehdy, pokud dochází ke snižování různých druhů transakčních nákladů, především na vyhledávání informací a vynucování závazků. Rozvinutý finanční systém je tedy takový systém, který poskytuje finanční služby uspokojující finanční potřeby většiny subjektů a který tak zajišťuje co nejširší přístup fyzických i právnických osob k financím. **Mezi předpoklady, jejichž splnění rozvoj finančního systému vyžaduje, patří především stabilní právní prostředí, kde jsou majetková práva akcionářů, resp. různých druhů podílníků obecně, věřitelů a investorů adekvátně chráněna a vynucována. Součástí takového právní prostředí jsou pak ve většině právních řádů také pravidla vztahující se přímo k fungování finančního systému.**

1.2. Právní regulace finančního trhu

1.2.1. Důvody regulace finančního trhu

Vzhledem k tomu, že za ideál i normu je v současném politickém diskurzu považován svobodný, neregulovaný trh, byť jako ve společenské realitě nikdy neexistující fenomén, musí být **jakákoliv veřejnoprávní intervence do fungování trhu ospravedlněna, a to především přidanou společenskou hodnotou svého efektu.** Předpokladem efektivně fungujícího finančního trhu je zejména dostatečný počet zúčastněných subjektů a dostatečně velký objem obchodů zajišťující likviditu trhu. Aby byl trh přitažlivý pro své potenciální účastníky, musí se vyznačovat určitými vlastnostmi. Jednou z těchto vlastností je **existence a vynucování „pravidel hry“, tedy norem, které všichni zúčastnění musí v zájmu efektivního fungování trhu dodržovat.**

⁷⁰ Viz např. (Avgouleas 2012: 30) a řada tam citovaných prací.

Na potřebu regulace finančního trhu existují samozřejmě různé pohledy odpovídající obvyklé názorové škále, na jejímž jednom konci stojí příznivci liberálního *laissez faire* a na druhém zastánci co největší ingerence státu do tržního systému. V praxi je kvantifikace přínosů a nákladů regulace finančních trhů pro jednotlivé skupiny účastníků trhu velmi problematická a obtížná, a proto je mj. velmi těžké říci, jaká cesta je správná, resp. záleží na zvolené metodě posouzení přínosů a negativních aspektů veřejnoprávní regulace.

Společenská regulace⁷¹, jejíž součástí je rovněž regulace obezřetnostní, nazývaná někdy také „HSE“ regulace (z anglického *health–safety–environment*), je zaměřena na ochranu finančního systému a jeho uživatelů (zejména spotřebitelů) v tom nejširším slova smyslu. V případě obezřetnostních pravidel má regulace za cíl především „zdraví a bezpečnost“ finančních institucí. Patří sem zejména obezřetnostní pravidla v užším smyslu, tedy kapitálová přiměřenost a další související pravidla řízení finančních rizik, jejichž cílem je přinutit finanční instituci chovat se způsobem, který neohrožuje finanční trh jako systém a důvěru spotřebitelů v něj. Stejný účel, byť z hlediska intenzity výsledného efektu použitého regulatorního nástroje sledovaný a dosažitelný jen nepřímo, mají ovšem všechna obezřetnostní pravidla. Co se týče *ratia* regulace tohoto typu, lze vidět v zásadě dvojí, a to **(i) existenci informační asymetrie** a **(ii) existenci negativních externalit** (ty mají vliv na situaci třetí stran bez jejich vlastního přičinění, jde především tzv. spill-over efekt v rámci finančního systému), obojí společně pak označované jako selhání trhu, které se veřejnoprávní intervence v podobě regulace snaží „napravit“. **Zavedení obezřetnostních pravidel by tedy ve světle výše zmíněného nazírání mělo být prostředkem, jak ujistit uživatele finančních služeb, že poskytovatelé těchto služeb mají určité, veřejnou mocí garantované kvality a tím pádem takovou kvalitu vykazují i jejich služby, a že jejich případné problémy neohroží fungování finančního trhu jako celku.**

Zmíněná intervence veřejné moci v podobě regulace chápána jako lék na „tržní selhání“ je v jádru tzv. teorie veřejného zájmu, vycházející z myšlenek Pigouových a Samuelsonových, kde je centrálním konceptem obecné blaho, z něhož profituje převážná část společnosti. Bezpečnost a stabilita je tímto obecným blahem v případě obezřetnostních pravidel na finančním trhu. V této práci nehodnotím správnost či nesprávnost teorie veřejného zájmu a spokojím se proto s konstatováním, že vzhledem k důvodovým zprávám vnitrostátních

⁷¹ Oproti tzv. ekonomické regulaci, která je představována především přímými tržními zásahy typu regulace monopolů nebo cenové regulace. Viz např. (Windholz a Hodge 2012)

právních předpisů i vzhledem k přípravným materiálům a recitalům evropských právních předpisů je evidentní, že **orgány veřejné moci při regulaci finančního trhu v současné době z teorie veřejného zájmu plně vycházejí.**⁷²

Obecně lze tedy důvody pro regulaci finančních trhů uváděné v rozličných kombinacích a na různých úrovních obecnosti jak v ekonomické, tak právnické literatuře, shrnout do dvou hlavních skupin:

(i) je třeba zajistit a zachovat důvěru poskytovatelů finančních prostředků a uživatelů finančních služeb v řádné fungování, rozumně nastavené procesy a efektivní výsledky finančních trhů a chránit je a

(ii) je třeba napravit různé druhy tržních selhání a chránit finanční systém před nepředvídatelnými, ale přesto možnými negativními událostmi, které mají původ jednak vně finančních trhů, jednak jsou finančním trhům inherentní, a pokud nastanou, ovlivňují velmi nepříznivým způsobem tzv. reálnou ekonomiku.

Hlavní cíle regulace finančního trhu, které z právě uvedeného vyplývají, jsou tedy tři, a to **(i) zajistit systémovou stabilitu finančního trhu** (makroúroveň), **(ii) zajistit bezpečnost a spolehlivost samotných finančních institucí** (mikroúroveň) a **(iii) chránit zákazníky finančních institucí** (jako sběrná kategorie, kam lze zařadit širokou škálu pravidel a stávající právní úprava tak často pod hlavičkou pravidel jednání činní, viz zejména regulace subjektů kolektivního investování). Prizmatem těchto regulatorních cílů lze také přistoupit k jednomu ze základních dělení, typologii regulace finančního trhu.

(i) Regulace finančního trhu podle sledovaných cílů

Jako nejobecnější a hlavní cíle regulace finančního trhu označuje teorie i praxe normotvorby v předchozím odstavci zmiňovanou stabilitu finančního systému, spolehlivost finančních institucí a ochranu spotřebitele. S ohledem na intenzitu, s jakou je uvedený obecný cíl konkrétním regulatorním nástrojem sledován, lze odlišit **(i) regulaci pravidel jednání, (ii) obezřetnostní regulaci a (iii) protektivní**⁷³ **regulaci.**

⁷² Pro úplnost však uvádím, že dalšími hlavními teoriemi regulace jsou teorie zájmových skupin (*self-interest theory of regulation*: regulace existuje díky poptávce jednotlivých zájmových skupin, jejichž cílem je maximalizovat příjmy svých zástupců na úkor ostatních účastníků trhu, regulace je zde výsledkem vyjednávání zainteresovaných zájmových skupin a regulatorních orgánů) a teorie konfliktu (*incentive-conflict theories of regulation*), která hledá vysvětlení podstaty regulačních mechanismů uvádějících do souladu veřejný a soukromý zájem.

⁷³ Viz zejména (Cranston 1997: 84)

V případě pravidel jednání je sledován především cíl ochrany (finančního) spotřebitele před některými závadnými druhy jednání a lze se s nimi setkat především v oblasti regulace trhů s cennými papíry a subjektů tam působících, zatímco v sektoru úvěrových institucí jsou tradičně otázky pravidel jednání ponechány profesním organizacím, ačkoliv i zde lze v současnosti vidět určitý posun, především v oblasti spotřebitelských a hypotečních úvěrů.

Obezřetnostní regulace je zaměřena jak na ochranu spotřebitele, tak na zajištění stability finančního systému, a to prostřednictvím regulatorních nástrojů v zásadě preventivního charakteru. Jak již bylo uvedeno výše, lze v rámci obezřetnostních regulací vysledovat dvě úrovně, a to úroveň jednotlivých finančních institucí (mikroúroveň) a úroveň finančního systému jako celku (makroúroveň).

Protektivní regulaci se pak rozumí *ex post* řešení problémů, které se v případě jednotlivých finančních institucí nebo finančního systému jako celku objeví. Jedná se především o insolvenční pravidla, pravidla pro reorganizaci finančních institucí v úpadku a pravidla pro majetkový vstup státu do problémových finančních institucí. Do rámce protektivní regulace lze zařadit i různé druhy zajišťovacích fondů⁷⁴, u nás především Fond pojištění vkladů a Garanční fond obchodníků s cennými papíry

(ii) Regulace finančního trhu podle efektu a nástrojů

Vedle členění regulace podle sledovaných cílů lze v odborné literatuře identifikovat také členění regulace podle jejího předpokládaného efektu na chování regulovaných subjektů. Taková typologie je účelná především v oblasti právní politiky, kde lze identifikované problémy řešit použitím různých regulatorních nástrojů nebo jejich kombinací a dosáhnout tak žádaného výsledku.

V rámci této typologie lze rozlišovat **normativní** (*prescriptive*, příkazující) regulaci, **smluvní** regulaci a **stimulační** regulaci (*incentive-based*). Jinou perspektivu představuje někdy používané členění na regulaci právními pravidly (*rule-based regulation*) a regulaci obecnými pravidly/principy (PBR), byť i zde by bylo přesnější hovořit o dělení regulace finančního trhu podle charakteru použitých nástrojů.

Pro obezřetnostní pravidla je charakteristická především, nikoliv však bezvýjimečně, **normativní regulace právními pravidly**. Samozřejmě **jen tento typ regulace může obstát**

⁷⁴ (Bakeš 2012: 126 – 127).

v poměřování kritériem právní jistoty⁷⁵, neboť pouze v tomto případě jasná a precizní pravidla obsažená v uznávaných pramenech práva stanoví v rámci naplňování stanoveného regulatorního cíle pro svého adresáta jednoznačnou povinnost chovat se určitým způsobem, resp. dosáhnout žádoucího stavu.

Smluvní regulace a regulace stimulační pak představují alternativy a jistý doplněk k regulaci normativní, a to především z důvodu údajné flexibility při reakci na změny regulované oblasti společenské reality a na základě potřeby zahrnout do procesu vyjednávání regulace také regulované subjekty (proto se někdy hovoří o tzv. koregulaci). Stimulační regulace je postavena na vyvažování externích a interních prostředků regulace prostřednictvím využívání různorodých stimulačních struktur a snaží se především sladit vlastní zájmy regulovaných subjektů se zájmem veřejným. Regulatorní stimuly jsou postaveny na racionálním očekávání pravděpodobné reakce regulovaných subjektů a snaží se jejich chování ovlivnit směrem ke stanoveným společenským cílům. Nejdůležitějším z těchto stimulů je především jasné stanovení odpovědnosti za porušení nastavených pravidel, což by se ovšem opět s ohledem na požadavek právní jistoty mělo stát v rámci nástrojů regulace normativní. Ostatně, samotné právo je jako normativní společenský systém určováno především svou snahou a schopností ovlivňovat lidské chování žádoucím způsobem. Je proto **vhodnější v této souvislosti hovořit spíše o stimulačních aspektech obezřetnostní regulace, které jsou zjevné především v oblasti *corporate governance*, resp. v oblasti organizačních požadavků obecně.**

Právě uvedené typy nenormativní regulace jsou často velmi úzce spojeny s PBR, neboť např. pohled na vztah regulátora a regulovaného jako na vztah podobný smlouvě předpokládá především stanovení obecných cílů, kterých má být dosaženo a základních principů regulace ze strany regulátora. Na regulovaném subjektu pak je, aby v koordinaci s regulátorem zvolil cestu ke stanovenému výsledku při dodržení základních principů regulace dané problematiky.

Je třeba poznamenat, že právě uvedený PBR přístup do jisté míry pronikl i do normativní regulace obezřetnostních pravidel především na evropské úrovni (kde je úzce spjat s Lamfalussyho legislativním procesem), např. do oblasti řízení rizik a *compliance*⁷⁶, resp. do

⁷⁵ Viz výše bod III. III.

⁷⁶ V této práci z důvodu zajištění srozumitelnosti a přehlednosti textu používám zavedený anglický pojem *compliance*, který se místy objevuje rovněž v tuzemských prováděcích právních předpisech, nikoliv jeho zákonné opisné ekvivalenty.

vnitřních řídicích a kontrolních mechanismů regulovaných subjektů obecně.⁷⁷ Vedle toho, že **regulace založená na principech většinou neobstojí při poměřování požadavkem právní jistoty**, se rovněž ukázalo, že je nefunkční právě v situacích, které měla „flexibilně“ řešit. Právní regulace vyjádřená v pojmech rizika, cíle, požadovaného výsledku a principů je v případě porušení stanovených pravidel v problematickém postavení, jak ukazuje mj. veřejná debata ohledně stanovení odpovědnosti za problémové události (spíše než za chování) na finančních trzích v průběhu globální finanční krize. Právě zde se plně ukazuje, že soudobý narativ „identifikace a řízení rizik“ při řešení právních problémů selhává, neboť je narativem politicko-společenským, nikoliv právním. Selhání regulace založené na principech a riziku velmi názorně ukazuje např. Joanna Gray⁷⁸ na příkladu znárodněné banky Northern Rock ve Velké Británii, ačkoliv byla FSA od počátku své existence na PBR přístup (tzv. *Advanced Risk Responsive Operating Framework - ARROW*) patřičně hrdá.

1.2.2. Právo finančního trhu

Právní úpravu obezřetnostních pravidel lze na obecné úrovni chápat jako **součást diskursu rizikové společnosti**, který stojí zejména na společenských teoriích Ulricha Becka a Anthonyho Giddense. Právní předpisy jsou zde chápány jako jeden z nástrojů „řízení“ rizika, které je inherentní jakémukoliv komplexnímu systému, včetně finančního trhu, a koncept rizika je v návaznosti na toto chápání důležitým prvkem tvorby a vynucování právních norem v celé řadě společenských oblastí upravených právními normami (životní prostředí, ochrana zdraví, bezpečnost výrobků atd.). Koncept rizika dominuje také již několikrát zmiňované reformě právní úpravy finančního trhu, a to v tom ohledu, že charakter právní úpravy by měl být přiměřený identifikovaným rizikům. Recentní dokumenty a evropské právní předpisy tento fakt potvrzují, neboť jsou zmíněným diskursem rizika minimálně implicitně, často však explicitně, prostoupeny, a také řada orgánů dohledu nad dodržováním právních norem v oblasti finančního trhu deklaruje, že při své činnosti uplatňuje již zmíněný *risk-based approach*.

Perspektiva rizik je v současné právní úpravě akcentována právě v oblasti obezřetnostních pravidel, zejména v podobě požadavku na zavedení celé řady vnitřních kontrolních procesů. V této souvislosti lze s ohledem na recentní vývoj rovněž hovořit o *společnosti auditní*, neboť nastavené procesy jsou zpětně periodicky prověřovány.

⁷⁷ Řídicí a kontrolní systém musí být ucelený a přiměřený charakteru, rozsahu a složitosti činností obchodníka s cennými papíry (§ 12a odst. 2 ZPKT).

⁷⁸ (Gray 2009)

Z pohledu systematického přístupu právní vědy jsou právní předpisy vztahující se k oblasti finančního trhu součástí rozsáhlejšího oboru označovaného jako finanční právo. Právní úprava finančního trhu patří do zvláštní části finančního práva, je její poměrně novou součástí a zahrnuje především veřejnoprávní regulaci subjektů vystupujících na finančním trhu. Zároveň má však řadu styčných ploch s hlavními soukromoprávními obory (Bakeš 2012: 15, 18).

Právní předpisy, kterými se zabývá finanční právo, vykazují oproti předpisům jiných právně-vědních oborů zvýšenou dynamiku, což je dáno zejména jejich úzkým vztahem k aktuálnímu dění na finančních trzích, které se zejména v posledních několika desetiletích rychle vyvíjejí, a to nejen na národní, ale rovněž na evropské a mezinárodní úrovni. Tuto skutečnost musí reflektovat i příslušná právní úprava finančního trhu, která nemůže zůstat omezena pouze na území národních států, nýbrž musí zohledňovat i fakt, že jednak existuje silný tlak na dokončení projektu jednotného finančního trhu na evropské úrovni, jednak je finanční trh, až na několik uměle vytvořených překážek, fakticky globalizován. V kontextu této disertační práce stojí za povšimnutí také **vysoká míra detailu příslušných evropských (zejména tzv. prováděcích) směrnic a zvýšená frekvence využívání přímo použitelných evropských nařízení v oblasti evropského práva finančního trhu.**

Právní teorie rozděluje právní pravidla, kterými je finanční trh regulován, obecně na **(i) pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům** (*conduct of business rules*) a **(ii) pravidla obezřetnosti** (*prudential rules*), což odpovídá výše uvedenému dělení regulace finančního trhu podle cílů a nástrojů. Niamh Moloney⁷⁹ dokonce označuje obezřetnostní pravidla a pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům za dva základní pilíře regulace finančního trhu. Uvedené kategorie právních norem se do určité míry prolínají a úzce spolu souvisí, nicméně obecně lze na tomto místě konstatovat, že účelem prvních je chránit zákazníka finanční instituce (zejména spotřebitele jako neprofesionála) a posláním druhých je zajistit stabilitu jednotlivých účastníků finančního trhu a tím i stabilitu tohoto trhu jako celku.⁸⁰ Ačkoliv je naznačené členění právních pravidel pouze teoretické a přesně neodpovídá aktuálnímu znění relevantních právních předpisů, je toto členění užitečným analytickým nástrojem, využitelným jak v právní vědě, tak v praktické argumentaci v oblasti finančně-právní

⁷⁹ (Moloney 2008)

⁸⁰ Podrobněji k obezřetnostním pravidlům viz dále bod 1.5.

politiky⁸¹, tak v oblasti soudního rozhodování.⁸² Zároveň je však třeba si uvědomit, že existuje řada právních pravidel spadajících do obou uvedených kategorií⁸³, resp. nedají se plně zařadit do žádné z nich (např. různorodá skupina informačních povinností finančních institucí).

Oblast právní úpravy fungování finančního trhu je v určitém ohledu velmi specifickým právním fenoménem. V návaznosti na FSAP⁸⁴, z něhož EU při směřování politiky právní úpravy finančního trhu stále vychází a jehož jádrem („leviathanem“)⁸⁵ je především směrnice MiFID a její prováděcí předpisy, došlo k zásadní **transformaci evropské právní úpravy finančního trhu z režimu minimální harmonizace a vzájemného uznávání ve velmi sofistikovaný a rozsáhlý režim jednotné evropské právní úpravy finančního trhu**. Ve spojení s novým institucionálním procesem tvorby práva v předmětné oblasti (Lamfalussyho legislativní proces) byla výsledkem radikální a dalekosáhlá reforma právní úpravy finančního trhu a **vznik jedné z nejobsáhlejších částí evropského finančního práva – regulace finančního trhu, resp. regulace poskytování finančních služeb**. Je evidentní, že tento proces ještě stále není u konce a globální finanční krize jej značně urychlila a prohloubila.

Evropské finanční právo lze tedy díky recentnímu vývoji charakterizovat jako dynamické odvětví práva, což nepochybně souvisí také se skutečností, že v posledních několika letech představuje evropská právní úprava finančního trhu jeden ze základních nástrojů politického řešení globální finanční krize. V tomto ohledu představují obezřetnostní pravidla do značné míry základní nástroj evropských regulatorních projektů, což je patrné zejména v oblasti právní úpravy úvěrových institucí, ale nejen tam, a to jak na úrovni jednotlivých institucí, tak na úrovni finančního trhu EU jako celku/systému. V návaznosti na vyhodnocení dopadu globální finanční krize, byla vypracována tzv. de Larosièrova zpráva, na základě které přijala Evropská komise důležitý balík legislativních návrhů, jejichž účelem bylo významně posílit dohled nad evropským finančním trhem a jeho regulaci. Cílem nové úpravy bylo posílení finanční stability v celé EU, zajištění jednotného uplatňování a prosazování stejných

⁸¹ Jde o jednu z hlavních linií odůvodňování zvolených modelů regulace finančního trhu a dohledu nad ním, resp. o jádro funkcionálního přístupu.

⁸² Viz především rozhodnutí Evropského soudního dvora („ECJ“) ve věci *C-222/02 Peter Paul*, týkající se odpovědnosti orgánu dohledu členského státu v oblasti obezřetnostních pravidel. Hlavní otázkou, kterou měl ECJ zodpovědět, bylo, zda jsou úkoly vnitrostátního orgánu dohledu nad úvěrovými institucemi plněny pouze v obecném zájmu, což podle vnitrostátního práva vylučuje, aby jednotlivci mohli žádat náhradu škod způsobených nesprávným dohledem ze strany tohoto orgánu.

⁸³ Typicky pravidla v oblasti střetu zájmů, viz dále podrobně bod 4.1.1.2.

⁸⁴ Podrobněji k vývoji právní úpravy finančního trhu viz dále bod 2.

⁸⁵ (Moloney 2008: 5)

základních technických pravidel, zabezpečení včasného odhalování systémových rizik a umožnění mnohem účinnější spolupráce v mimořádných situacích a při řešení sporů mezi orgány dohledu.⁸⁶

Naznačené institucionální změny mají, společně se změnami hmotného finančního práva, zásadní dopad na rozvoj evropského finančního práva i na aplikaci transponovaných právních předpisů v jednotlivých členských státech a je jim věnován především bod 5. druhé části této disertační práce.

1.3. Stručný nástin systematiky evropské právní regulace finančního trhu

Pro vytvoření základního přehledu o systému právní regulace finančního trhu, který zahrnuje celou řadou mezinárodních, evropských i národních právních norem i značné množství pramenů mimoprávních povahy, resp. takových, jejichž charakter pramene práva je sporný, považuji za vhodné vyjít ze základního členění, které používá Evropská komise na svých internetových stránkách věnovaných jednotnému trhu, konkrétně poskytování finančních služeb na jednotném trhu.⁸⁷ Přístup Evropské komise jako primárního zákonodárce evropských finančně-právních norem také **naznačuje diskurzivně-jazykové aspekty a zaměření evropské regulace na klíčové problémy v jednotlivých oblastech jednotného trhu finančních služeb**. Nastíněná systematika evropské regulace finančního trhu, resp. spíše její kritická reflexe nám poslouží jako rámec, do něhož bude možné zasadit problematiku zkoumanou v této disertační práci.

Evropská komise rozlišuje (i) oblast společnou více sektorům finančního trhu (*cross-sector issues*), (ii) oblast finančních institucí (*financial institutions*), (iii) oblast finančních trhů (*financial markets*), (iv) oblast ochrany spotřebitele (*consumer issues*) a (v) oblast financování rozvoje (*financing growth*).

Na první pohled je evidentní, že tento systém nemá ani racionální, ani jednotné hledisko třídění, ale vychází ze zájmů, které regulace v jednotlivých oblastech sleduje a částečně rovněž z důležitosti připisované jednotlivým oblastem Evropskou komisí. Je například zřejmé, že v případě poskytování platebních služeb, které jsou zařazeny pod oblast ochrany spotřebitele, převažuje zájem na ochraně uživatelů platebních služeb nad regulací platebních institucí samotných, byť i ta je součástí směrnice PSD. Zájem regulovat finanční instituce

⁸⁶ Podrobněji viz bod 2.4.

⁸⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/top_layer/financial_capital/index_en.htm

jako takové pak převažuje v případě bank a pojišťoven, zařazených v příslušné kategorii (spolu s *corporate governance* a pravidly odměňování), zatímco obchodníci s cennými papíry a instituce kolektivního investování jsou vzhledem ke svému zařazení v oblasti finančních trhů vnímány spíše jako součást jejich infrastruktury.

Pro srovnání se lze podívat například na internetové stránky ČNB⁸⁸, která pro orientaci uživatelů v „legislativní základně“ využívá subjektivě a funkcionálně orientované třídění⁸⁹, na podobně strukturované stránky NBS⁹⁰ nebo na stránky MF, které využívají sektorově orientovaný přístup⁹¹. Zcela odlišný, na uživatele orientovaný přístup používá např. britská FCA⁹², pro níž je z pohledu zákazníka stěžejním kritériem třídění „produkt“ (bankovní služby, investování, hypoteční úvěr, pojištění atd.) a z pohledu regulované subjektu povinnosti v případě jednotlivých druhů těchto subjektů. Konečně, francouzská AMF vychází na svých internetových stránkách z kombinace subjektivě (*acteurs*), produktově (*produits*) a uživatelsky (*espaces dédiés*) orientovaného třídění.⁹³

Byť jsou právě uvedená členění z hlediska právní politiky a právní sémiotiky nepochybně zajímavá, pro tuto pozitivisticky a normativně orientovanou disertační práci je pro základní přehled třeba využít třídění jiné, zaměřené především na jednotlivé aspekty finančního trhu upravené uceleným souborem evropských právních norem, resp. dalším zásadními mimoprávními dokumenty, které však pro přehlednost navrhované systematiky podrobněji neuvádím v této části, ale v částech věnovaných konkrétním obezřetnostním finančně-právním institutům. Do této systematiky je pak možné zařadit jednotlivé obezřetnostní

⁸⁸ http://www.cnb.cz/cs/dohled_financi_trh/legislativni_zakladna/

⁸⁹ Banky a družstevní záložny, Pojišťovny, zajišťovny a pojišťovací, zprostředkovatelé, Penzijní společnosti a fondy, zprostředkovatelé penzijních produktů, Obchodníci s cennými papíry, investiční zprostředkovatelé, Investiční společnosti a investiční fondy, Platební instituce a instituce elektronických peněz, Finanční konglomeráty, Regulované trhy, vypořádání a ochrana regulovaného trhu, Emise a evidence cenných papírů, nabídky převzetí a vytěsnění, Směnárný, Legalizace výnosů z trestné činnosti, Obchodování s OTC deriváty, Prodeje na krátko, Ostatní (audit, ratingové agentury).

⁹⁰ ...Ochrana finančního spotřebitele, Upozornenia na nepovolenú činnosť subjektov, Dohľad nad bankovníctvom, Dohľad nad platobnými inštitúciami, Dohľad nad inštitúciami elektronických peňazí, Dohľad nad trhom cenných papierov, Dohľad nad poisťovníctvom, Dohľad nad dôchodkovým sporením, Dohľad nad finančným sprostredkovaním a finančným poradenstvom, Devízový dohľad, Ratingové agentury, Limitovanie poskytovateľa, Prevencia legalizácie príjmov z trestnej činnosti a financovania terorizmu...<http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom>

⁹¹ Finanční stabilita a dohled, Kapitálový trh, Bankovníctví, Platební služby a vypořádání obchodů, Ochrana spotřebitele na finančním trhu, Spotřebitelský úvěr, Penzijní služby a systémy, Pojišťovníctví...

⁹² <http://www.fca.org.uk/> Nutno podotknout, že PRA, která je součástí Bank of England zodpovědnou za „obezřetnostní“ regulaci a dohled bank, stavebních spořitelců (*building societies*), družstevních zálož, pojišťoven a velkých obchodníků s cennými papíry, používá na svých stránkách klasické subjektivě orientované třídění.

⁹³ <http://www.amf-france.org/>

finančně-právní instituty. Obecná systematika evropské právní regulace finančního trhu, ze které vycházím a která zohledňuje jednak společné znaky jednotlivých právních norem, jednak jejich významné odlišnosti, je tedy následující:

a) rámcová pravidla regulace finančního trhu a dohledu nad finančním trhem

Do této kategorie pravidel lze zařadit velmi širokou škálu právních pramenů a dalších dokumentů spíše politické povahy, které se týkají především strukturální reformy sektoru finančního trhu a posílení regulace a dohledu tohoto sektoru, a to v návaznosti na globální finanční krizi. Mezi nejdůležitější dokumenty spadající do této kategorie lze zařadit především *FSAP*⁹⁴, *EU policy paper – Financial Services Policy 2005–2010*⁹⁵, *Commission Communication – Regulating financial services for economic growth*⁹⁶, klíčové materiály týkající se reformy evropského systému dohledu nad finančním trhem (2009–2011), především nařízení ESRB, nařízení EBA, nařízení EIOPA, nařízení ESMA a směrnici Omnibus I⁹⁷, a dokumenty související s krizovým řízením⁹⁸ a tzv. bankovní unií, tedy s jednotným mechanismem dohledu (SSM)⁹⁹ a jednotným mechanismem pro řešení problémů (SRM)¹⁰⁰.

Poněkud nesystematicky je třeba do této kategorie pravidel zařadit také problematiku týkající se *corporate governance* ve finančních institucích, jedná se však prozatím pouze o tzv. Zelenou knihu - *Správa a řízení podniku ve finančních institucích a politika odměňování*¹⁰¹ a pracovní dokument tuto zelenou knihu doplňující¹⁰².

⁹⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf

⁹⁵ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf

⁹⁶ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf

⁹⁷ Adaptace nařízení byla provedena prostřednictvím zákona č. 92/2011 Sb., kterým se mění zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Směrnice Omnibus I byla transponována zákonem č. 37/2012 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s reformou dohledu nad finančním trhem v Evropské unii.

⁹⁸ Viz především Návrh Směrnice Evropského Parlamentu a Rady, kterou se stanoví rámec pro ozdravné postupy a řešení problémů úvěrových institucí a investičních podniků a kterou se mění směrnice Rady 77/91/EHS a 82/891/ES, směrnice 2001/24/ES, 2002/47/ES, 2004/25/ES, 2005/56/ES, 2007/36/ES a 2011/35/ES a nařízení (EU) č. 1093/2010.

⁹⁹ Viz návrh Nařízení Rady, kterým se Evropské centrální bance svěřují zvláštní úkoly týkající se politik, které se vztahují k obezřetnostnímu dohledu nad úvěrovými institucemi, návrh Nařízení Evropského parlamentu a Rady, kterým se mění nařízení (EU) č. 1093/2010 o zřízení Evropského orgánu dohledu (Evropského orgánu pro bankovníctví), pokud jde o jeho vztah k nařízení Rady (EU) č. .../..., kterým se Evropské centrální bance svěřují zvláštní úkoly týkající se politik, které se vztahují k obezřetnostnímu dohledu nad úvěrovými institucemi a Sdělení Komise Evropskému parlamentu a Radě Plán ustavení bankovní unie.

¹⁰⁰ Viz návrh Nařízení Evropského Parlamentu a Rady, kterým se stanoví jednotná pravidla a jednotný postup pro řešení problémů úvěrových institucí a některých investičních podniků v rámci jednotného mechanismu pro řešení problémů a jednotného fondu pro řešení problémů bank a mění nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 1093/2010.

¹⁰¹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:CS:PDF>

V bodě 5. druhé části této práce se podrobněji věnuji problematice nově zřízených evropských orgánů dohledu nad finančním trhem, neboť jejich postavení, legislativní a kvazilegislativní činnost je z hlediska zkoumané problematiky klíčová, součástí bodu 4. druhé části této práce jsou pak také vybrané otázky *corporate governance*.

b) pravidla regulace a dohledu úvěrových institucí

V případě úvěrových institucí, tedy zejména bank a spořitelních a úvěrních družstev, jsou evropská právní pravidla zaměřena především na obezřetnostní pravidla v užším smyslu představovaná od 1. 1. 2014 účinnou směrnicí CRD IV a nařízením CRR, které do evropského práva mj. transponují globální bankovní standardy Basel III.¹⁰² Značný význam z hlediska interpretace a aplikace pravidel regulace a dohledu úvěrových institucí mají obecné pokyny EBA. Z hlediska věcného upravují CRD IV a CRR oblast regulatorního kapitálu, kapitálových rezerv, ukazatele pákového poměru, standardů likvidity, krizového řízení, vykazování vybraných dat dle zemí nebo rizika protistran. Snaží se rovněž snížit závislost institucí na externím ratingu. Klíčová část právní úpravy týkající se kapitálové přiměřenosti a limitů na velké expozice je v současné době obsažena v nařízení CRR.

Z pohledu této práce jsou podstatné především změny v oblasti odměňování, v oblasti řízení a správy společnosti (*corporate governance*) a zavedení tzv. *whistleblowingu*, obsažené v CRD IV, nicméně vzhledem k omezení tématu této disertační práce (viz bod II. I.) se o nich dále zmiňuji pouze obecně.

c) pravidla regulace a dohledu poskytovatelů investičních služeb

Poskytovatelé investičních služeb jsou jednou z nejpodrobněji regulovaných skupin subjektů působících na finančním trhu. Základem jejich regulace je směrnice MiFID a právní předpisy ji provádějící, tedy směrnice ID a nařízení Komise (ES) č. 1287/2006 ze dne 10. srpna 2006, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES, pokud jde o evidenční povinnosti investičních podniků, hlášení obchodů, transparentnost trhu, přijímání finančních nástrojů k obchodování a o vymezení pojmů pro účely zmíněné směrnice. Spolu s poskytovateli investičních služeb se však režim směrnice MiFID vztahuje rovněž na regulované trhy a některé další obchodní platformy, které teoreticky spadají spíše

¹⁰² http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/sec2010_669_en.pdf

¹⁰³ Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, 2010, ve znění změn z r. 2011, a Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, 2010, ve znění změn z r. 2013. Basel III doplňuje Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A revised Framework – Comprehensive version, 2006. Dokumenty Basilejského výboru se označují také jako tzv. koncept kapitálové přiměřenosti.

do oblasti regulace struktury finančních trhů. Podrobněji k režimu směrnice MiFID, který je pro tuto disertační práci stěžejní, viz dále bod 2.5.1.

d) pravidla regulace struktury finančních trhů a pravidla jejich ochrany

V případě struktury finančních trhů a jejich ochrany jsou podstatné zejména tři ze čtyř tzv. Lamfalussyho směrnic (vedle směrnice MiFID), tedy MAD, ProsD a TransD a směrnice a nařízení, které je provádějí.

Směrnice MAD jednak definuje, co se rozumí důvěrnou informací a manipulací s trhem, jednak zneužití důvěrné informace a manipulaci s trhem zakazuje. MAD je provedena třemi evropskými právními předpisy, a to směrnicí č. 2003/124/ES, směrnicí č. 2003/125/ES a nařízením č. 2273/2003, které mj. zahrnují mimo jiné podrobná kritéria pro určení toho, co představuje důvěrnou informaci, seznam faktorů, které je třeba zkoumat při posuzování případné manipulace s trhem, jakož i ustanovení o tom, jak a kdy musí emitenti zveřejnit důvěrné informace. Jsou také stanoveny standardy pro poctivou prezentaci investičních doporučení (včetně zveřejňování střetu zájmů) a podmínky pro využívání výjimek ze zákazů zneužívání trhu v případě programů zpětného odkupu akcií a stabilizace cen finančních nástrojů. Dalším prováděcím předpisem MAD je směrnice č. 2004/72/ES, která upravuje uznávané tržní postupy související s manipulací s trhem, definici důvěrné informace ve vztahu ke komoditním derivátům, sestavování seznamů zasvěcených osob emitentů a osob jednajících jejich jménem nebo na jejich účet a oznamování podezřelých transakcí a transakcí prováděných vedoucími osobami emitentů příslušným orgánům. V říjnu 2011 předložila Evropská komise návrh nařízení Evropského parlamentu a Rady o obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem (zneužívání trhu) a návrh směrnice Evropského parlamentu a Rady o trestněprávním postihu za obchodování zasvěcených osob a manipulaci s trhem, doplněné v červnu 2012, které zohledňují vývoj dané problematiky v posledních letech, vývoj tržní infrastruktury a zkušenosti s fungováním a vynucováním stávajících pravidel.

Směrnice ProsD umožnila obchodním společnostem získat financování na kapitálovém trhu v celé EU na základě schválení prospektu v jednom členském státě a zároveň zaručila, že všechny prospekty, poskytují investorům jasné a ucelené informace, které potřebují, aby učinili informované investiční rozhodnutí. ProsD je provedena nařízením č. 809/2004, které specifikuje řadu požadavků na minimální obsah prospektu (změněno nařízením č. 1787/2006 a č. 211/2007), a doplněna nařízením č. 1569/2007. ProsD byla změněna směrnicí č. 2010/73/EU, a to v souvislosti se snižováním administrativní zátěže obchodních společností.

V letech 2012 a 2013 pak byla přijata tři nařízení Komise v přenesené pravomoci, a to nařízení č. 486/2012, č. 862/2012 a č. 759/2013. S ProsD velmi úzce souvisí TransD, která stanoví požadavky týkající se zveřejňování pravidelných a průběžných informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou již přijaty k obchodování na regulovaném trhu. TransD byla provedena směrnicí č. 2007/14/ES a v červnu 2013 novelizována, spolu s ProsD, směrnicí 2013/50/EU.

Z recentních evropských právních předpisů spadajících do této kategorie zmiňme především Nařízení č. 236/2012 o prodeji na krátko a některých aspektech swapů úvěrového selhání¹⁰⁴, které v návaznosti na globální finanční krizi obsahuje pravidla týkající se dvou základních investičních nástrojů, resp. způsobů obchodování s některými investičními nástroji, u nichž je hodnota investičního instrumentu nepřímou úměrná hodnotě podkladového aktiva a jež mají význam pro cenovou transparentnost finančního trhu a, dodejme zejména, pro financování státního dluhu. K tomuto nařízení byla vydána prováděcí nařízení č. 827/2012 a nařízení Komise v přenesené pravomoci č. 826/2012, č. 919/2012 a č. 918/2012.

Do stejné skupiny jako právě zmíněnou evropskou právní úpravu můžeme zařadit právní regulaci ratingových agentur, jejíž základ tvoří neustále doplňované nařízení 1060/2009 o ratingových agenturách¹⁰⁵.

V rámci regulace infrastruktury finančních trhů nelze alespoň stručně nezmínit návrh¹⁰⁶ nařízení Evropského Parlamentu a Rady o zlepšení vypořádání obchodů s cennými papíry v Evropské unii a centrálních depozitářích cenných papírů a o změně směrnice 98/26/ES, které má přispět k zajištění jednotného vnitřního trhu pro vypořádání a skládá se ze dvou hlavních částí, a to opatření určených pro všechny subjekty v souvislosti s vypořádáním obchodů s cennými papíry a opatření určená konkrétně pro centrální depozitáře. S touto problematikou pak úzce souvisejí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/47/ES ze dne 6. června 2002 o dohodách o finančním zajištění a směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/26/ES ze dne 19. května 1998 o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry, doplněné v roce 2009 směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2009/44/ES ze dne 6. května 2009, kterou se mění směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s

¹⁰⁴ Podrobněji viz Holeš 2012.

¹⁰⁵ K tomu viz např. Bujňáková 2013

¹⁰⁶ COM (2012) 73 final

cennými papíry a směrnice 2002/47/ES o dohodách o finančním zajištění, pokud jde o propojené systémy a pohledávky z úvěru.

e) pravidla regulace a dohledu subjektů kolektivního investování

Vzhledem k recentním změnám v systému regulace subjektů kolektivního investování lze rozlišovat tyto evropské harmonizované subjekty kolektivního investování a jim odpovídající evropské právní předpisy: (i) UCITS jako základní evropský rámec pro regulaci kolektivního investování vhodného pro retailové investory, (ii) AIFMD jako nový regulatorní rámec pro oblast kolektivního investování v segmentu profesionálních investorů, (iii) EuVECA¹⁰⁷ (*European Venture Capital Funds*) jako specifická kategorie kolektivního investování zaměřující se na začínající obchodní společnosti a obdobně konstruovaný EuSEF¹⁰⁸ (*European Social Entrepreneurship Funds*) zaměřující se na obchodní společnosti s „pozitivním společenským dopadem.“ Uvedená struktura má být dle návrhů z roku 2013 dále doplněna o evropské fondy dlouhodobých investic¹⁰⁹ a fondy peněžního trhu.¹¹⁰

V bodě 4.2. této disertační práce se vzhledem k jejímu zaměření zabývám především obezřetnostními pravidly podle směrnic UCITS a AIFMD a jejich promítnutím do českého právního řádu.

f) pravidla regulace a dohledu pojišťoven a subjektů penzijního spoření

Pomineme-li regulaci jednotlivých druhů životního a neživotního pojištění, tedy regulaci jednotlivých pojistných „produktů“, tvoří páteř regulace v oblasti pojišťovnictví mnohokrát novelizované první směrnice Rady ze dne 24. července 1973 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se přístupu k činnosti v přímém pojištění jiném než životním a

¹⁰⁷ Viz Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu, které stanoví jednotné požadavky a podmínky pro správce subjektů kolektivního investování, kteří chtějí při nabízení kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu v EU používat označení "EuVECA" a jednotná pravidla nabízení kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu kvalifikovaným investorům v EU, složení portfolia kvalifikovaných fondů rizikového kapitálu, investičních nástrojů a technik, které smějí používat kvalifikované fondy rizikového kapitálu, jakož i organizace, jednání a transparentnosti správců, kteří nabízejí kvalifikované fondy rizikového kapitálu v EU.

¹⁰⁸ Viz Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 346/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech sociálního podnikání, které stanoví jednotné požadavky a podmínky pro správce subjektů kolektivního investování, kteří chtějí při nabízení kvalifikovaných fondů sociálního podnikání v Unii používat označení "EuSEF" a jednotná pravidla nabízení kvalifikovaných fondů sociálního podnikání kvalifikovaným investorům v EU, složení portfolia kvalifikovaných fondů sociálního podnikání, investičních nástrojů a technik, které smějí používat kvalifikované fondy sociálního podnikání, jakož i organizace, jednání a transparentnosti správců, kteří nabízejí kvalifikované fondy sociálního podnikání v EU.

¹⁰⁹ Viz návrh Nařízení Evropského Parlamentu a Rady o evropských fondech dlouhodobých investic COM/2013/0462 final.

¹¹⁰ Viz návrh Nařízení Evropského Parlamentu a Rady o fondech peněžního trhu COM/2013/0615 final.

jejího výkonu; Směrnice Rady ze dne 24. července 1973, kterou se odstraňují omezení svobody usazování v oblasti přímého pojištění jiného než životního (73/239/EHS); Směrnice Rady ze dne 30. května 1978 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se soupojištění v rámci Společenství (78/473/EHS); Směrnice Rady ze dne 22. června 1987 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se pojištění právní ochrany (87/344/EHS) a především Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/13/ES ze dne 5. března 2002, kterou se mění směrnice Rady 73/239/EHS, pokud jde o požadavky na míru solventnosti u neživotních pojišťoven, označovaná běžně jako Solvency I. V případě životního pojištění je solventnost řešena směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2002/83/ES ze dne 5. listopadu 2002 o životním pojištění.

V roce 2009 byla přijata Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2009/138/ES ze dne 25. listopadu 2009 o přístupu k pojišťovací a zajišťovací činnosti a jejím výkonu (Solventnost II), jejíž účinnost však byla vzhledem k silné vyjednávací pozici pojišťovacího sektoru v rámci EU odložena až do 1. ledna 2016. Tato směrnice představuje v rámci Lamfalussyho legislativního procesu rámcovou regulaci první úrovně. Z pohledu této disertační práce je zajímavé především to, že v její české verzi se objevuje spojení „řídící a kontrolní systém“, který je však v jiných jazycích vyjádřen jako *system of governance*, *système de gouvernance* nebo *governance-système* a překlad tedy neodpovídá v tuzemském právním řádu již poměrně zavedenému slovnímu spojení. Uvedená směrnice je prozatím doplněna pouze návrhem Směrnice Evropského Parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice 2003/71/ES a 2009/138/ES s ohledem na pravomoci Evropského orgánu pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění a Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy, označované jako Omnibus II.

Subjekty penzijního spoření jsou regulovány pouze Směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi.

g) pravidla regulace a dohledu poskytovatelů platebních služeb

Základem regulace poskytovatelů platebních služeb je především směrnice PSD, která obsahuje klíčová obezřetnostní pravidla zkoumaná v této práci. Tuto směrnici doplňují dále směrnice 98/26/ES o neodvolatelnosti zúčtování v platebních systémech a v systémech vypořádání obchodů s cennými papíry, směrnice 2009/110/ES o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností, o změně

směrnic 2005/60/ES a 2006/48/ES a o zrušení směrnice 2000/46/ES, nařízení č. 924/2009 o přeshraničních platbách ve Společenství a zrušení nařízení (ES) č. 2560/2001 a nařízení č. 260/2012 Evropského Parlamentu a Rady (EU), kterým se stanoví technické požadavky pro úhrady a inkasa v eurech a kterým se mění nařízení (ES) č. 924/2009.

V červenci 2013 publikovala Evropská komise v rámci tzv. platebního balíčku návrh revidované směrnice o platebních službách (PSD 2)¹¹¹ a návrh nařízení o mezibankovních poplatcích (*Multilateral Interchange Fees - MIF*),¹¹² které však pro zkoumanou problematiku nepřinášejí žádné změny.

h) pravidla regulace a dohledu finančních konglomerátů

Evropský právní základ regulace a dohledu finančních konglomerátů představuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2002/87/ES ze dne 16. prosince 2002 o doplňkovém dozoru nad úvěrovými institucemi, pojišťovnami a investičními podniky ve finančním konglomerátu a o změně směrnice Rady 73/239/EHS, 79/267/EHS, 92/49/EHS, 92/96/EHS, 93/6/EHS a 93/22/EHS a směrnice Evropského parlamentu a Rady 98/78/ES a 2000/12/ES. Tato směrnice obsahuje především v čl. 9 některá pravidla týkající se problematiky zkoumané v této práci, nicméně jde o marginální záležitost, která podstatu obezřetnostních pravidel stanovených jednotlivými sektorovými evropskými právními předpisy nijak zásadně neovlivňuje a není jí proto v této disertační práci věnována zvláštní pozornost.

V srpnu 2010 podala Evropská komise návrh na revizi výše uvedené směrnice¹¹³ obsahující řadu změn převážně však technického charakteru.

ch) pravidla ochrany spotřebitele na finančním trhu

Prvky ochrany spotřebitele na finančním trhu obsahuje v určité míře řada již uvedených evropských právních předpisů, zejména v oblasti poskytovatelů investičních služeb, kolektivního investování i poskytovatelů platebních služeb. Existují nicméně i specifické iniciativy ochrany spotřebitele na finančním trhu, mezi něž patří především: (i) návrh směrnice Evropského Parlamentu a Rady o porovnatelnosti poplatků souvisejících s

¹¹¹ Návrh Směrnice Evropského Parlamentu a Rady o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2013/36/EU a 2009/110/ES a kterou se zrušuje směrnice 2007/64/ES COM (2013) 547 final.

¹¹² Návrh Nařízení Evropského Parlamentu a Rady o mezibankovních poplatcích za platební transakce založené na kartách COM (2013) 550 final.

¹¹³ COM (2010) 433 final

platebními účty, změně platebního účtu a přístupu k platebním účtům se základními prvky¹¹⁴, (ii) návrh směrnice Evropského Parlamentu a Rady o smlouvách o úvěru na bydlení¹¹⁵, (iii) návrh nařízení Evropského Parlamentu a Rady o sděleních klíčových informací týkajících se investičních produktů¹¹⁶, (iv) revize směrnice 94/19/ES o systémech pojištění vkladů¹¹⁷ a návrh směrnice Evropského Parlamentu a Rady, kterou se mění směrnice Evropského parlamentu a Rady 97/9/ES o systémech pro odškodnění investorů.

Otázkám ochrany spotřebitele se ve své disertační práci primárně nevěnuji, nicméně tato problematika je důležitá zejména z pohledu pravidel vztahujících se ke střetu zájmu, kterými se podrobně zabývám v bodě 4.1.1.2.

1.4. Teoretické přístupy k dohledu nad finančním trhem

V členských státech EU, resp. ve všech státech s rozvinutým finančním trhem, jsou v oblasti dohledu nad finančním trhem užívány v zásadě tři základní přístupy¹¹⁸, a to:

(i) institucionální přístup, jehož výsledkem je **sektorový model dohledu** nad finančním trhem, **(ii) funkcionální přístup**, jehož výsledkem je **funkcionální model dohledu** nad finančním trhem a **(iii) integrovaný přístup**, jehož výsledkem je **unifikovaný model dohledu** nad finančním trhem.

V rámci historicky tradičního, institucionálního přístupu je rozhodujícím kritériem regulace charakteristická obchodní činnost dané finanční instituce, k níž získala příslušné veřejnoprávní oprávnění a navazující struktura dohledu nad finančním trhem se pak skládá ze tří hlavních orgánů dohledu pro oblast úvěrových institucí, pojišťoven a trhů s cennými papíry.

Funkcionální přístup má východisko především ve funkcích, které jednotlivé typy regulace a dohledu plní, resp. přesněji řečeno v cílech, které má regulace sledovat. V rámci tohoto přístupu by tedy měl existovat pro každý deklarovaný cíl, resp. minimálně pro ty nejdůležitější (např. stabilita finančního systému, ochrana spotřebitele, řádně fungující finanční instituce atd.), jeden orgán veřejné správy zajišťující plnění příslušných úkolů. Funkcionálním dělením by bylo rovněž důsledné rozdělení na dohled pravidel jednání a

¹¹⁴ COM (2013) 266 final

¹¹⁵ KOM (2011) 142 v konečném znění, návrh byl Evropským parlamentem přijat v prosinci 2013.

¹¹⁶ COM (2012) 352 final

¹¹⁷ KOM (2010) 368 v konečném znění

¹¹⁸ Viz např. (Wymeersch 2007). V tuzemské právní vědě se mj. tomuto tématu ve své disertační práci věnoval např. Kohajda (2008).

dohled obezřetnostní (dohled obezřetnostních pravidel). Někdy se však funkcionálním přístupem rozumí takový postup, kdy výkon stejné obchodní činnosti znamená uplatňování stejných pravidel a tedy i působnost jednoho orgánu veřejné správy.

Integrovaný přístup, resp. unifikovaný model dohledu znamená především svěřením výkonu dohledu v oblasti finančního trhu jednomu orgánu veřejné správy, a to v návaznosti na tendence patrné ve vývoji finančních trhů samotných (např. tzv. konglomerizace finančních institucí, využívání sofistikovaných investičních nástrojů, finanční inovace atd.). Integrace dohledu nad finančním trhem je odůvodňována celou řadou argumentů různé kvality, nicméně z pohledu této práce je podstatnější spíše snaha o sjednocení právních předpisů vztahujících se k určité skupině finančních institucí, jak bylo patrné především v případě přijetí novelizace ObezV¹¹⁹

V realitě normotvorby a uspořádání dohledových orgánů jsou výše uvedené teoretické přístupy jen částečně respektovány, neboť **východiskem pro regulaci i dohled je přes deklarovaný sektorový nebo funkcionální přístup spíše činnost, kterou regulované finanční instituce vykonávají, tedy v jádru regulace vždy stojí historickým vývojem determinované uzavírání určitého typu smluv¹²⁰, které pak v zásadě definují konkrétní typ instituce.** Také v rámci unifikovaného modelu mohou být v rámci jediného orgánu veřejné správy vykonávajícího dohled nad finančním trhem uplatňovány jak sektorový model (v ČNB od 1. 4. 2006 do 31. 12. 2007, spočívající v rozdělení vnitřních organizačních útvarů na Sekci bankovní regulace a dohledu, Sekci regulace a dohledu nad kapitálovým trhem Sekce regulace a dohledu nad pojišťovnictvím a penzijním připojištěním), tak model funkcionální (v ČNB od 1. 1. 2008, spočívající v rozdělení vnitřních organizačních útvarů na Sekci regulace a mezinárodní spolupráce na finančním trhu, Sekci dohledu nad finančním trhem a Sekci licenčních a sankčních řízení).

Praktická aplikace výše uvedených teoretických modelů dohledu nad finančním trhem ve vybraných členských státech EU je nastíněna v bodě 5.1. této disertační práce.

¹¹⁹ Viz dále bod 3.3.

¹²⁰ Evropské finanční právo stále častěji hovoří spíše o poskytování finančních služeb, resp. ve fetišizovaném euronewspeaku jde o „finanční produkty“.

1.5. Obezřetnostní pravidla

1.5.1. Teoretické vymezení

Úvodem je třeba zmínit, že samotný pojem a koncept „obezřetnosti“ je vysoce neurčitý a ani v odborné literatuře¹²¹, ani právní teorii a především dohledové praxi nepanuje shoda o tom, co přesně v oblasti regulace finančního trhu jako obezřetnost nebo obezřetnostní pravidla chápat. Právní předpisy se přímé definici obezřetnosti vyhýbají, přestože často mají obezřetnost ve svém názvu¹²², a omezují se na demonstrativní výčty obezřetnostních prvků relevantních v rámci vlastní věcné a osobní působnosti.¹²³ Neshody panují v odborné literatuře především v tom, zda do obezřetnostních pravidel zahrnout systémovou (makro-) úroveň, některé aspekty pravidel jednání a některé aspekty protektivní regulace (především řešení cyklických finančních krizí a úpadků finančních institucí). Nejistota ohledně přesného významu obezřetnosti a obezřetnostních pravidel může být částečně připisována jejich dynamické povaze a tedy i potřebě přizpůsobovat rozsah a obsah obezřetnostních pravidel historickému vývoji na finančních trzích.

Regulace finančního trhu se historicky vyvinula jednak ve spojení s činností finančních institucí ve třech hlavních oblastech finančního trhu, a to bankovníctví, pojišťovnictví a emitování investičních nástrojů a obchodování s nimi, jednak jako regulace finanční instituce jako takové na jedné straně a regulace jejích aktivit na straně druhé. První naznačené rozlišení má význam především pro reflexi modelů dohledu nad finančním trhem, druhé pak pro základní rozlišení mezi obezřetnostními pravidly a pravidly jednání (obojí viz výše). Obezřetnostní pravidla mají tradičně význam především v oblasti bankovníctví a pojišťovnictví, kde převažuje veřejný zájem na řádném fungování významných subjektů finančního trhu a jejich primárním cílem je zajistit solventnost úvěrových institucí a

¹²¹ Viz především (Panourgias 2006: 9 – 17).

¹²² Např. vyhláška č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry.

¹²³ Viz např. článek 1 písm. b) a c) CRD IV: *Tato směrnice stanoví pravidla týkající se: b) pravomocí dohledu a nástrojů obezřetnostního dohledu nad institucemi příslušnými orgány; obezřetnostního dohledu nad institucemi příslušnými orgány způsobem, který odpovídá pravidlům stanoveným v nařízení (EU) č. 575/2013. CRR v recitálu 7 stanoví: Toto nařízení by mělo mimo jiné obsahovat obezřetnostní požadavky na instituce, které úzce souvisejí s fungováním trhů bankovních a finančních služeb a jejichž účelem je zajistit finanční stabilitu poskytovatelů služeb na těchto trzích i vysokou úroveň ochrany investorů a vkladatelů. GATS spojuje obezřetnost také s ochranou finančních spotřebitelů: Notwithstanding any other provisions of the Agreement, a Member shall not be prevented from taking measures for prudential reasons, including for the protection of investors, depositors, policy holders or persons to whom a fiduciary duty is owed by a financial service supplier, or to ensure the integrity and stability of the financial system. Where such measures do not conform with the provisions of the Agreement, they shall not be used as a means of avoiding the Member's commitments or obligations under the Agreement (Annex on financial services 2 a)).*

pojišťoven, zatímco pravidla jednání se vyvinula jako regulace chování finančních institucí vůči jejich individuálním zákazníkům, resp. jednání při obchodování na finančním trhu, a jsou tedy silně akcentována především v oblasti poskytování investičních služeb. Podle Kotáska (2005: 256-267) *Pravidla obezřetného podnikání lze vymezit jako základní organizační a věcné předpoklady pro činnost obchodníka s cennými papíry, pravidla vnitřního provozu, vnitřní kontrolní systém, zásady pro sledování operační a finanční stability obchodníka s cennými papíry.*

Z hlediska teoretického vymezení lze tedy obezřetnostními pravidly rozumět soubor právních předpisů obsahujících povinnosti preventivního charakteru, jejichž cílem je zajistit řádnost (*soundness*) a bezpečnost finančních institucí (mikro-obezřetnostní aspekty) a finančního systému jako celku (makro-obezřetnostní aspekty) a předejít tak jejich individuálním selháním i systémovým krizím. Podobně uvažuje i Niam Moloney (2008: 460), když uvádí, že obecným účelem obezřetnostních pravidel je snižování, avšak nikoliv úplná eliminace rizika selhání finanční instituce, a to prostřednictvím řízení rizik podstupovaných finanční institucí. Obezřetnostní pravidla mají zároveň v případě, kdy k selhání dojde, jednak minimalizovat jeho systémový dopad, jednak zmírnit jeho bezprostřední efekt na individuální zákazníky a jejich majetek. Obezřetnostní pravidla tak prostřednictvím preventivní regulace vlastností finančních institucí podporují pravidla určená na ochranu zákazníků (tamtéž).

Obezřetnostní pravidla v právě naznačeném teoretickém vymezení v této disertační práci označuji jako obezřetnostní pravidla v užším smyslu, zatímco pravidla označovaná z různých důvodů jako obezřetnostní ve stávající právní úpravě, která jsou vlastním předmětem této práce, bez přívlastku jako obezřetnostní pravidla.

1.5.2. Adjustace teoretického vymezení pro účely disertační práce

Právě uvedené teoretické vymezení je ovšem pro výzkumné účely příliš široké a mezi takto široce vymezená pravidla lze zařadit celou řadu dalších povinností, např. požadavky při autorizaci (licencování), požadavky uplatňující se při nabytí kvalifikované účasti na finančních institucích, různé druhy informačních a archivačních povinností a v zásadě i pravidla pro fungování dohledu nad finančním trhem. Jako východisko pro užší vymezení obezřetnostních pravidel pro účely své disertační práce jsem zvolil ZPKT, který své §§ 12 až 12f systematicky zahrnul do oddílu s názvem *Obezřetné poskytování investičních služeb*, a představuje tak právně-jazykový základ koncepce obezřetnostních pravidel. Aby tedy mohl

obchodník s cennými papíry poskytovat investiční služby určitým způsobem, a to obezřetně, musí mít něco, co ostatní obchodní společnosti mít nemusí, v tomto případě 1. řídicí a kontrolní systém, 2. postupy pro zjišťování a řízení střetu zájmů (dále jen „pravidla pro střet zájmů“), 3. opatření k ochraně vnitřních informací, 4. opatření k předcházení manipulaci s trhem, 5. evidence investičních nástrojů podle § 12c ZPKT, 6. opatření k vyloučení vzniku nepřiměřeného provozního rizika v případě, že pověří jinou osobu výkonem významné provozní činnosti (dále jen „pravidla outsourcingu“) a 7. opatření k zajištění ochrany majetku zákazníka (dále jen „pravidla ochrany majetku“).

Tyto zákonné kategorie se však pro potřeby další práce s nimi zdají poněkud nesourodé a je jich mnoho. Navrhl jsem proto jednodušší kategorizaci obezřetnostních pravidel, kterou budu v dalším textu své disertační práce používat. Podle komentáře k ustanovení § 12c ZPKT (Husták 2012: 181) *Řádná evidence veškerého majetku zákazníků, bezpečné nakládání s ním a pravidelná kontrola těchto činností jsou základním předpokladem při poskytování investičních služeb obchodníkem s cennými papíry a bezpečným fungováním kapitálového trhu vůbec. Obchodník s cennými papíry v systému své vnitřní evidence proto musí zajišťovat soustavnou a jednoznačnou identifikaci investičních nástrojů a peněžních prostředků každého zákazníka tak, že může kdykoliv odlišit majetek držený pro jednoho zákazníka od majetkových hodnot držených pro ostatní zákazníky a od vlastního majetku. Vedení evidencí podle § 12c lze tedy podřadit pod opatření k zajištění ochrany majetku zákazníka. Podobně lze opatření k ochraně vnitřních informací a opatření k předcházení manipulaci s trhem zařadit do řídicího a kontrolního systému.*¹²⁴ Výsledkem je pak tato kategorizace obezřetnostních pravidel:

Tabulka obezřetnostních pravidel

- 1. řídicí a kontrolní systém**
- 2. pravidla pro střet zájmů**
- 3. pravidla outsourcingu**
- 4. pravidla ochrany majetku**

Tab. 1. Tabulka obezřetnostních pravidel

Co se týče vymezení obezřetnostních pravidel v ostatních relevantních právních předpisech, uvedu na tomto místě jen několik poznámek, neboť podrobně se této problematice věnuji v dalších částech disertační práce:

¹²⁴ (Husták 2012: 161).

ObezV nese název o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry a je prováděcím právním předpisem k ZoB, ZoSÚD a ZPKT. Obsahuje však pouze požadavky na řídicí a kontrolní systém (nikoliv tedy všechna obezřetnostní pravidla) a oproti svému deklarovanému předmětu úpravy (viz § 1) navíc také pravidla outsourcingu. Ačkoliv se v této práci bankami *stricto sensu* nezabývám a v kategorii poskytovatelů investičních služeb je stavím naroveň obchodníkům s cennými papíry, považuji za nutné poznamenat, že ZoB se k pravidlům outsourcingu vůbec nevyjadřuje a **povinnosti stanovené v § 11 ObezV tak nemají v případě bank zákonný základ, což je v rozporu se základními principy výstavby právního řádu**. Obezřetnostní pravidla ochrany majetku zákazníka a pravidla pro střet zájmů jsou pak v případě poskytovatelů investičních služeb (včetně bank) upravena v PravISV.

V případě ZISIF, základní právní úpravy subjektů kolektivního investování, jsou pravidla obezřetnosti spojena s obecným požadavkem na výkon činnosti. Podle § 19 odst. 1 a 2 ZISIF platí, že *Obhospodařovatel investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu vykonává činnost řádně a obezřetně. K zajištění řádného a obezřetného výkonu činnosti obhospodařovatel investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu zavede, udržuje a uplatňuje řídicí a kontrolní systém*. Řídicí a kontrolní systém pak blíže vymezuje § 20 ZISIF. V zásadě stejná pravidla pak platí pro administrátora investičních fondů.

Platební instituce mají podle ustanovení § 18 odst. 1 ZoPS zavést a udržovat *řídicí a kontrolní systém, který je vhodný z hlediska řádného a obezřetného poskytování platebních služeb a z hlediska dodržování povinností souvisejících s bojem proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu*. ZoPS obsahuje rovněž část věnovanou ochraně peněžních prostředků určených pro platební transakce (§ 19 až 22) a výkonu některých provozních činností prostřednictvím jiné osoby (§ 26).

V případě všech zkoumaných oblastí regulace finančního trhu jsou tedy v tuzemské právní úpravě určitým způsobem obsažena pravidla spadající pod některou z výše vymezených kategorií obezřetnostních pravidel.

Druhá část

2. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – Evoluční perspektiva

Vývoj v oblasti obezřetnostních pravidel, resp. v oblasti regulace finančního trhu obecně, je velmi dynamický a poslední dobou k zásadním novelizacím opakovaně dochází v řádu jednotek let, což způsobuje adresátům i uživatelům právních předpisů řadu praktických problémů. Tyto evoluční změny však nejsou bez významu pro právní vědu, neboť lze říci, že vývoj regulace finančního trhu v zemích s vyspělými finančními trhy sleduje určitý historický vzorec, kde důležitou roli vývojového faktoru hrají zejména politické prostředí, dosavadní právní rámec, mezinárodní regulatorní standardy (*best practices*), proces regionální integrace a politická reakce na závažná jednání a krizové události na finančním trhu, resp. na vývoj finančních trhů obecně.

V této kapitole nastíním vývoj komunitárního, resp. evropského práva a navazující vývoj práva českého v souvislosti s obezřetnostními pravidly u vybrané skupiny subjektů působících na finančním trhu. Využití evolučního pohledu na zkoumanou problematiku umožňuje zdůraznit dynamiku, která je pro vytváření a implementaci obezřetnostních pravidel na finančním trhu charakteristická. Vývoj je zde patrný nejen v případě obsahu regulace, ale rovněž v otázce její formy, zejména charakteru používaných právních pramenů (nástrojů), která odráží zejména změny na úrovni regulatorních strategií používaných v rámci evropské hospodářské integrace.

Je patrné, že obezřetnostní pravidla prošla za relativně krátkou dobu vývojem od široce formulovaných nezávazných standardů, jejichž účelem bylo minimální sblížení pravidel uplatňovaných v jednotlivých státech, k velmi detailnímu a robustnímu souboru právních pravidel, principů a standardů, které regulují všechny podstatné náležitosti integrovaného finančního trhu, byť je tato právní unifikace stále nedokončeným projektem.

Na základě analýzy a interpretace příslušných právních předpisů i dokumentů mimoprávní povahy je minimálně v posledních letech, kdy dochází k úmyslné snaze o konsolidaci relevantních pravidel na evropské úrovni, podle mého názoru možné identifikovat **koherentní soustavu obezřetnostních pravidel, jádro obezřetnostní regulace evropského práva finančního trhu, která představuje jednoznačné měřítko kvality příslušných implementačních ustanovení v právních rádech jednotlivých členských států.** Vzhledem k mnohohrstevné struktuře obezřetnostních pravidel je možné do této soustavy zahrnout vedle právních předpisů rozličné právní síly, také řadu pravidel mimoprávních (*soft law*).

2.1. Období před FSAP

Prvotní pokusy o stanovení určitých omezitelných pravidel lze zaznamenat v souvislosti s ranými snahami o integraci evropského finančního trhu v návaznosti na základní evropské svobody, kterými byly a jsou i nadále zejména volný pohyb služeb a kapitálu a svoboda usazování. Ve druhé polovině šedesátých let, kdy lze v rámci evropského společenství mluvit o etablované celní unii a pokročilé společné zemědělské politice, byl však pokrok v oblasti volného pohybu služeb pouze zanedbatelný. Evropská komise tedy v návaznosti na technologický vývoj v řadě sektorů finančního trhu a snaze zlepšit spolupráci na poli mezinárodního obchodu pověřila skupinu odborníků pod vedením profesora Segrého úkolem prověřit problematiku liberalizace pohybu kapitálu a důsledky integrace kapitálových trhů v Evropském společenství. Segrého skupina prověřila situaci na kapitálových trzích v šesti členských státech a roku 1966 sepsala tzv. **Segrého zprávu**, která mj. konstatuje jednoznačnou kauzalitu (bohužel však bez využití relevantní vědecké metody k určení takového vztahu) mezi integrovaným evropským kapitálovým trhem a ekonomickým rozvojem společnosti a implementací ostatních politik Evropských společenství, což se stalo významným a dodnes používaným ideologickým argumentem, a to nejen v oblasti evropského finančního práva. Jednoznačně **politická rozhodnutí, často zásadní povahy, jsou od té doby přijímána jako technická opatření odůvodněná ekonomickou rétorikou jednotného trhu**. Paradoxní je v této souvislosti především skutečnost, že první relevantní ekonomická studie skutečně zkoumající dopady FSAP byla vypracována až v červenci 2009.

Důležitá je však z pohledu zkoumaného tématu skutečnost, že Segrého zpráva mj. identifikovala jako **hlavní překážky volného pohybu kapitálu pravidla, kterými se finanční instituce musí v jednotlivých státech řídit a rozdíly v dohledu, který je nad nimi vykonáván**. V návaznosti na Segrého zprávu Evropská komise vypracovala několik návrhů pro zlepšení situace (spíše však politické než právní povahy), nicméně díky neochotě některých členských států k politickému kompromisu byl první konkrétní návrh právního předpisu, tzv. první bankovní směrnice, předložen až v roce 1972, nicméně mj. díky tehdejšímu způsobu jednomyslného schvalování návrhů právních předpisů všemi členskými státy a rozdíly v přístupu k regulaci bank v jednotlivých členských státech nebyl tento návrh přijat. Až po jedenácti letech od prvotních pokusů, tedy v roce 1977, byla přijata směrnice 77/780/EEC *on the coordination of the laws, regulations and administrative provisions*

*relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions*¹²⁵, která se ovšem týkala obezřetnostních pravidel (chápaných v sedmdesátých letech jako pravidla umožňující posoudit finanční zdraví banky prostřednictvím účetních podkladů) pouze okrajově, a jejímž úkolem bylo prostřednictvím pravidel autorizace přispět k vytvoření jednotného bankovního trhu.

V roce 1985 byla na summitu v Miláně přijata **Bílá kniha vnitřního trhu**, která zavedla jako klíčový koncept směřování evropské integrace „vnitřní trh“, který je představován sjednocenými trhy jednotlivých členských států a umožňuje mj. efektivní alokaci finančních zdrojů. Základními prostředky k vytvoření vnitřního trhu byly jednoznačný seznam opatření k dosažení vnitřního trhu, stanovení nejzazšího termínu dokončení projektu vnitřního trhu na rok 1992, nová strategie regulace založená na vzájemném uznávání (*mutual recognition*) právních pravidel a důraz na odstraňování překážek různého druhu, včetně překážek právně-technických. Tato nová evropská filosofie projektu vnitřního trhu doznala později svého legislativního ukotvení v Jednotném evropském aktu (1987) a rozvinula se jednak pomocí změn v rozhodovacích procesech Evropských společenství, jednak prostřednictvím sekundárního komunitárního práva¹²⁶ do principů **(i) minimální harmonizace**, **(ii) vzájemného uznávání** a **(iii) dohledu domovského státu**, které se oproti původní extenzivní a podrobné harmonizaci právních řádů členských států vyznačují vyšší flexibilitou a také, což je s ohledem na současnou rétoriku EU zajímavé, spoléhají na regulatorní arbitráž, resp. konkurenci, jako na katalyzátor inovací a vývoje vnitřního trhu.

V návaznosti na právě zmíněné změny byla mj. přijata tzv. druhá bankovní směrnice (89/646/EEC *on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions and amending Directive 77/780/EEC*), která představovala jeden ze zásadních právních předpisů evropského finančního práva, byla základním kamenem pro rozvoj obezřetnostních pravidel a jejich harmonizaci v členských státech a znamenala vytvoření jednotného bankovního trhu, tedy trhu, na který mají přístup všechny úvěrové instituce usazené a autorizované v některém z členských států Evropského společenství. Dodržování určité minimální skupiny

¹²⁵ Oficiální překlad do českého jazyka neexistuje, podobně jako v případě celé řady dalších evropských právních předpisů staršího data.

¹²⁶ Tyto principy ovšem nebyly nikdy součástí primárního komunitárního práva, ani nebyly odvozeny od jeho ustanovení prostřednictvím judikatury Evropského soudního dvora. Jsou nástrojem sloužícím k dosažení progresivní harmonizace právních řádů jednotlivých členských států v některých komplexních oblastech, který je možno dohledat přímo v některých sekundárních právních předpisech komunitárního práva.

obezřetnostních pravidel bylo předpokladem autorizace úvěrové instituce příslušným orgánem a tedy i podmínkou jejího působení na jednotném trhu. Druhá bankovní směrnice zároveň jednoznačně deklarovala, že princip minimální harmonizace může reálně působit pouze prostřednictvím implementace technických pravidel týkajících se především vlastního kapitálu, a to zároveň a shodně ve všech členských státech. V souvislosti s fungováním druhé bankovní směrnice pak byla přijata řada navazujících právních předpisů obsahujících detailní obezřetnostní pravidla. **Druhou bankovní směrnicí, resp. celým jejím obezřetnostním rámcem tedy začíná dlouhá cesta technické standardizace obezřetnostních pravidel v užším smyslu, na jejímž konci nyní stojí více než třísetstránkové nařízení CRR, přímo aplikovatelný právní předpis, obsahující v rámci své osobní působnosti jednotná pravidla pro všechny důležité finanční instituce podnikající na jednotném trhu EU.**

Přesto, že naznačené uvedení do problematiky považuji za důležité, nebudu již nadále sledovat vývoj v oblasti regulace úvěrových institucí a zaměřím se na regulaci poskytovatelů investičních služeb, mj. proto, že v první polovině devadesátých let začínalo být zřejmé, že vytvoření jednotného trhu se nemůže týkat pouze sektoru úvěrových institucí, ale že je nutné uvažovat v kontextu poskytování finančních služeb obecně, včetně služeb investičních, poskytovaných některými účastníky kapitálového trhu.

Integrovaný evropský kapitálový trh znamená jednak volný pohyb kapitálu v rámci určitého ekonomického prostoru, jednak širokou dostupnost investičních služeb. Emitentům investičních nástrojů má být umožněno získávat kapitál v jakémkoliv členském státě a investor má mít stejnou možnost volby ohledně místa a formy své investice. Vytvoření silného a efektivního kapitálového trhu, který by umožnil volný pohyb kapitálu v Evropském společenství, bylo součástí politické agendy již od výše uvedené Segrého zprávy, nicméně za první legislativní počín lze v této souvislosti označit až směrnici 79/279/EEC *coordinating the conditions for the admission of securities to official stock exchange listing* z roku 1979. Teprve od druhé poloviny osmdesátých let, opět v návaznosti na Jednotný evropský akt pak nastává zvýšená legislativní aktivita v oblasti kapitálového trhu. Byla mj. přijata směrnice 89/298/EHS *o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů* a později především směrnice 93/22/EHS *o investičních službách v oblasti cenných papírů* (ISD), které mj. staví na principu jednotné licence jako klíčovém prostředku integrace kapitálových trhů jednotlivých členských států. Ve stejném roce byla přijata směrnice 93/6/EHS *o kapitálové přiměřenosti investičních*

podniků a úvěrových institucí zavádějící požadavky na kapitálovou přiměřenost a angažovanost jak úvěrových institucí, tak i poskytovatelů investičních služeb, doplňující tak regulační rámce ISD a druhé bankovní směrnice.

ISD, kterou lze považovat za klíčový nástroj právní regulace poskytování investičních služeb v období před FSAP, obsahovala několik základních skupin ustanovení, a to: (i) pravidla autorizace nebankovních poskytovatelů investičních služeb a pravidla přeshraničního poskytování investičních služeb, (ii) definici investičních služeb a investičních nástrojů, (iii) pravidla jednání podle čl. 11 ISD, (iv) pravidla přístupu na regulované trhy, (v) pravidla pro dohled domovského/hostitelského státu nad poskytovateli investičních služeb a především (vi) **obezřetnostní pravidla, resp. v české verzi pravidla obezřetného jednání¹²⁷ podle čl. 10 ISD.**

V čl. 10 ISD tak lze vidět prvotní stanovení těch obezřetnostních pravidel, která jsou předmětem této disertační práce. Zmíněný článek požaduje zavedení:

- (i) řádných administrativních a účetních postupů a kontrolních a ochranných opatření při zpracovávání dat, stejně jako příslušných mechanismů vnitřní kontroly, zejména pravidel pro vlastní transakce prováděné jeho zaměstnanci,
- (ii) příslušných opatření pro nástroje patřící investorům, aby byla chráněna vlastnická práva investorů, a to především v případě nesolventnosti podniku, a aby bylo zabráněno tomu, že investiční podnik použije nástroje na vlastní účet, aniž by k tomu dal investor výslovný souhlas,
- (iii) příslušných opatření pro peněžní prostředky patřící investorům, aby byla chráněna práva investorů a zabráněno investičnímu podniku, s výjimkou úvěrových institucí, aby používal peněžní prostředky investora na vlastní účet,
- (iv) opatření k vedení evidence prováděných transakcí, jež by příslušným orgánům domovského členského státu umožnila kontrolovat dodržování předpisů o obezřetném podnikání, za jejichž uplatňování odpovídají; tato evidence se bude uchovávat po dobu stanovenou příslušnými orgány,

¹²⁷ V jiných jazykových verzích jde např. o *prudential rules*, *règles prudentielles*, *Aufsichtsregeln*.

(v) takové struktury a organizace, aby se riziko střetu zájmů mezi podnikem a jeho klienty nebo mezi klienty navzájem snížilo na minimum.¹²⁸

Současný režim směrnice MiFID tak v zásadě představuje rozvinutí základních obezřetnostních pravidel zavedených směrnicí ISD, nicméně v řadě případů, např. u pravidel pro střet zájmů, šlo o změny zásadního charakteru.

Přes určité dílčí úspěchy měla Evropská komise za to, že předpokládaný potenciál jednotného trhu investičních služeb není plně využit.¹²⁹ Také efekt využívání jednotné licence poskytovatelů investičních služeb byl do jisté míry limitován, neboť přeshraniční poskytovatelé investičních služeb podléhali pravidlům jednání hostitelského státu, která nebyla harmonizována a stát od státu se často lišila. **Nedostatky identifikované ve stávajících právních předpisech vedly Evropskou komisi k přijetí FSAP, který jako primární prostředek dosažení deklarovaných cílů v oblasti jednotného trhu finančních služeb zvolil přímou právní regulaci.**

2.2 FSAP

FSAP představoval ambiciózní program reformy regulace evropského finančního trhu a skládal se ze 42 opatření, které bylo třeba na evropské úrovni přijmout do roku 2005. Každé z navrhovaných opatření je možné zařadit do jednoho ze tří hlavních strategických cílů FSAP, kterými byly: (i) jednotný finanční trh pro institucionální investory (*wholesale market*), (ii) přístupný a zároveň bezpečný finanční trh pro drobné investory a (iii) moderní obezřetnostní pravidla (*state-of-the-art prudential rules*) a tomu odpovídající dohledové struktury.

Hlavním cílem opatření přijatých v duchu FSAP bylo poskytnout základní právní rámec pro integraci evropského finančního trhu prostřednictvím právních předpisů, které měly mít svůj ekvivalent ve všech členských státech, a omezit tak nepříznivé důsledky aplikace různých právních předpisů na přeshraniční působení finančních institucí. Výsledkem pak bylo doplnění stávajících právních předpisů v oblasti (i) zveřejňování dokumentů v souvislosti s veřejnou nabídkou investičních instrumentů a přijetí investičních nástrojů k obchodování na regulovaných trzích, (ii) přeshraničního poskytování investičních služeb v EU a pravidel jednání s tím souvisejících, (iii) zákazu zneužívání vnitřních informací (*insider trading*) a (iv) obhospodařování standardních fondů kolektivního investování. Nově byly upraveny: (i)

¹²⁸ Při zřizování pobočky nesmí však být organizační opatření v rozporu s pravidly podnikání stanovenými hostitelským členským státem na ochranu proti střetu zájmů.

¹²⁹ Financial Services: Building a Framework for Action COM (1998) 25.

regulace alternativních vypořádacích systémů, (ii) řešení střetu zájmů a provádění a vypořádání pokynů zákazníků, (iii) informační povinnosti emitentů investičních nástrojů přijatých k obchodování na regulovaném trhu, (iv) zákaz manipulace s trhem, (v) tvorba a šíření investičních doporučení a (vi) provádění stabilizace nových emisí a programů zpětných nákupů.

Směrnice přijaté v rámci naplňování FSAP lze rozdělit¹³⁰ na (i) směrnice zajišťující integraci finančního trhu (*integrative legislation*) a (ii) směrnice zajišťující ochranu účastníků finančního trhu, zejm. investorů (*protective legislation*). S ohledem na jejich cíle lze za „integrační“ označit MiFID, ProsD a Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2004/25/ES ze dne 21. dubna 2004 o nabídkách převzetí. Jádrem protektivních směrnic jsou MAD a TransD. Tyto směrnice se týkají dopadů integrace trhu tím, že zajišťují dostupnost informací pro všechny investory a jednotný zákaz zneužívání trhu. Je důležité poznamenat, že směrnice přijaté v rámci naplňování FSAP se od jiné evropské úpravy liší zejména tím, že nejsou postaveny na principu minimální harmonizace¹³¹, ale na principu opačném, kterým je harmonizace maximální (plná). Ta pro členské státy znamená zejména to, že by **neměly zachovávat ani zavádět jiná vnitrostátní ustanovení, než která jsou stanovena v příslušné směrnici**. To dokládá např. i znění Recitálu 7 ID, podle kterého *V zájmu zajištění jednotného uplatňování různých ustanovení směrnice 2004/39/ES je nezbytné vytvořit pro investiční podniky sladěnou sadu organizačních požadavků a provozních podmínek. Členské státy ani příslušné orgány by tudíž při provádění směrnice do vnitrostátního práva a uplatňování pravidel uvedených v této směrnici neměly přidávat další doplňková závazná pravidla, pokud tato směrnice neobsahuje výslovné ustanovení v tomto duchu. Problematika maximální harmonizace je pro tuto disertační práci klíčová, především pro hodnocení eurokonformity současné právní úpravy.*

Pokud bych měl v obecné rovině zhodnotit důsledky FSAP, je především zřejmé, že v případě naprosté většiny přijatých právních předpisů se jednalo o **zavedení zcela nové evropské regulace klíčových aspektů fungování evropského jednotného finančního trhu, o přechod od mírné harmonizace ke detailní právní regulaci s vysokým potenciálem k intervenci do právních řádů jednotlivých členských států**. Díky častějšímu využití formy nařízení a efektu maximální harmonizace lze od té doby hovořit o skutečné **evropeizaci**

¹³⁰ Viz např. (Avgouleas 2005: 181)

¹³¹ Minimální harmonizace spočívá v tom, že členské státy mohou ponechat v platnosti nebo přijmout přísnější pravidla.

práva finančního trhu členských států EU. FSAP jako politickému a ideologickému projektu tak v žádném případě nelze upřít jednoznačný praktický úspěch na poli regulace finančního trhu, neboť řada tehdy přijatých právních předpisů představuje základ evropského práva finančního trhu dodnes. Na druhou stranu si nelze nepovšimnout, že velké množství nových požadavků, s nimiž se museli adresáti právních předpisů představujících implementaci FSAP do právních řádů jednotlivých členských států vypořádat, znamenalo značné náklady na zajištění souladu (*compliance costs*) a tedy i odchod celé řady subjektů menší a střední velikosti z trhu. Tak byl sice evropský finanční trh konsolidován, nicméně zároveň byla omezena konkurence a došlo ke koncentraci poskytování finančních služeb do finančních skupin s výraznou tržní silou, což si později vyžádalo právní regulaci finančních konglomerátů.

2.3. Lamfalussyho legislativní proces

Proces implementace FSAP je neoddělitelně spjat s Lamfalussyho legislativním procesem, jehož zavedení znamenalo velmi zásadní reformu procesu přijímání příslušných právních pravidel na evropské úrovni a jejich následné implementace do právních řádů členských států. Lamfalussyho legislativní proces byl zaveden ve snaze o radikální inovaci procedury přijímání evropských finančně-právních předpisů s primárním cílem držet krok s rychlým vývojem globálního finančního trhu, a to v návaznosti na příslušnou zprávu Lamfalussyho komise „moudrých mužů“ z února 2001, vyjadřující nespokojenost s dosavadním postupem legislativních prací při naplňování FSAP. V roce 2003 pak bylo používání Lamfalussyho legislativního procesu rozšířeno¹³² z oblasti poskytování investičních služeb i na ostatní sektory finančního trhu a to za účelem zlepšení spolupráce mezi orgány regulace a dohledu v jednotlivých sektorech finančního trhu a zajištění mezisektorové konvergence v procesu každodenní praktické aplikace příslušných pravidel.

Podrobněji se problematice Lamfalussyho legislativního procesu a jeho víceúrovňové regulaci věnuji v bodě 3.2. včetně jeho obecného zhodnocení.¹³³

¹³² Především byly zřízeny příslušné komise tzv. třetí úrovně. Viz Rozhodnutí Komise ze dne 5. listopadu 2003 o zřízení Evropského výboru orgánů bankovního dohledu (2004/5/ES), Rozhodnutí Komise ze dne 5. listopadu 2003 o zřízení Evropského výboru orgánů dozoru nad pojišťovnictvím a zaměstnaneckým penzijním pojištěním (2004/6/ES), Rozhodnutí Komise ze dne 5. listopadu 2003 o zřízení Evropského výboru pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (2004/9/ES) a Rozhodnutí Komise ze dne 5. listopadu 2003 o zřízení Evropského bankovního výboru (2004/10/ES).

¹³³ Podrobněji k tomuto tématu viz např. (Ferran 2004, kap. 3).

2.4. Zpráva skupiny *de Larosière*

V návaznosti na vyhodnocení dopadu globální finanční krize, byla v únoru 2009 vypracována tzv. **de Larosièrova zpráva**¹³⁴, na základě které přijala Evropská komise důležitý balík legislativních návrhů, které významně změnily především podobu a fungování dohledu nad evropským finančním trhem. Cílem nové úpravy bylo posílení finanční stability v celé EU, zajištění jednotného uplatňování a prosazování stejných základních „technických“ pravidel, zabezpečení včasného odhalování systémových rizik a umožnění mnohem účinnější spolupráce v mimořádných situacích a při řešení sporů mezi orgány dohledu. Podrobněji o těchto změnách viz bod 2.8.

Co se týče obezřetnostních pravidel, identifikovala de Larosièrova zpráva **selhání v oblasti správy a řízení společností, především v souvislosti s řízením rizik a strukturami odměňování** (body 23 a 24). Součástí doporučení č. 1 (str. 19) bylo tedy také posílení pravidel pro vnitřní kontrolu a řízení rizik v rámci konceptu Basel II. Podrobněji byla problematika odměňování a řízení rizik obsažena v doporučení č. 11 a 12 (str. 31 a 32). Tato doporučení se v oblasti obezřetnostních pravidel promítla především do směrnice CRD III.

Při hodnocení závěrů de Larosièrovy zprávy se nelze vyhnout několika kritickým poznámkám. Především tato zpráva nijak neřeší otázky odpovědnosti za identifikovaná selhání, která byla do značné míry na straně orgánů veřejné moci odpovědných za regulaci a dohled nad finančním trhem¹³⁵, pokud by selhání byla připisována oblasti vynucování stanovených pravidel, a ukazuje prstem pouze na ratingové agentury, hedgové fondy a subjekty využívající technik prodeje nakrátko¹³⁶, kteří svou roli v globální finanční krizi sice sehrály, nicméně fungovaly v rámci platných právních pravidel. Také reference k samotným selháním má povahu velmi abstraktní jako je selhání *corporate governance* a selhání krizového řízení. Pokud by uvedená selhání byla připisována nikoliv oblasti vynucování stanovených pravidel, ale jejich designu (např. ProsD se svou výjimkou pro *private placement* jednoznačně umožnila vznik řady strukturovaných investičních nástrojů, stejně tak jako aplikace VaR modelů pro účely regulace podle CAD umožnila legální manipulaci

¹³⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

¹³⁵ Viz zejména (Friedman a Kraus 2011).

¹³⁶ Za pozornost v této souvislosti stojí, že minimálně čtyři z osmi „moudrých mužů“ byli přímo spojeni s finančními institucemi spojenými s globální finanční krizí Lehman Brothers, Goldman Sachs, BNP Paribas a CitiGroup. V tomto klubu gentlemanů pravděpodobně nebylo příliš prostoru pro kritické myšlení, právě naopak (viz především klasické dílo Irvinga L. Janise *Victims of groupthink; a psychological study of foreign-policy decisions and fiascoes*; (Janis 1972))

s kapitálovým požadavkem vůči tržnímu riziku), dokázala Evropská komise nejen odvést pozornost od své vlastní odpovědnosti jako prakticky monopolního evropského normotvůrce, ale využít de Larosièreovu zprávu k rozšíření a prohloubení vlastních pravomocí.

2.5. Poskytovatelé investičních služeb

2.5.1. Směrnice MiFID

V bodě 2.1. této disertační práce jsem v rámci pojednání o regulatorních aspektech doby před implementací FSAP zmínil stanovení základních obezřetnostních pravidel ve směrnici ISD. Tato směrnice však jednak měla celou řadu slabých míst, jednak nedokázala držet krok s vývojem finančních trhů, kde mj. došlo k zásadním technologickým změnám, objevily se nové obchodní platformy jako alternativa k tradičním regulovaným trhům (burzám cenných papírů) a zvýšil se počet přeshraničních transakcí s cennými papíry.

Přijetí směrnice MIFID, která spolu se svými prováděcími právními předpisy v současnosti představuje základ evropské právní úpravy velké části kapitálového trhu, bylo vyvrcholením procesu, který začal již v roce 2000.¹³⁷ Základními stavebními kameny této směrnice jsou¹³⁸ (i) pravidla jednání se zákazníky, (ii) **organizační požadavky (organizační obezřetnostní pravidla)**¹³⁹, (iii) oznamovací povinnost týkající se transakcí s vybranými investičními nástroji a (iv) shodná pravidla pro transparentnost obchodů s vybranými investičními nástroji bez ohledu na obchodní platformu.

Vzhledem k tomu, že MiFID a ID jsou v současnosti platnými evropskými právními předpisy upravujícími činnost poskytovatelů investičních služeb, samozřejmě včetně (organizačních) obezřetnostních pravidel, jsou předmětem bodu 4. této práce, který se zabývá hmotněprávními aspekty obezřetnostních pravidel. Již zde je však třeba upozornit na odlišnou systematiku směrnice MiFID a naší platné právní úpravy obsažené v ZPKT. Směrnice ISD vycházela z členění pravidel na *prudential rules* (pravidla obezřetného jednání) a *rules of conduct* (pravidla jednání, v české verzi ISD jsou však označována jako pravidla podnikání). Z této systematické duality právních pravidel vychází stále i naše stávající úprava, přestože směrnice MiFID má systematiku jinou a rozlišuje Podmínky a postupy pro povolení (*Conditions and Procedures for Authorisation*), kam jsou zařazeny i tzv. organizační požadavky (čl. 13 a násl. MiFID), a Provozní podmínky investičních podniků (*Operating*

¹³⁷ European Commission, Communication COM (2000)729: ‘Upgrading the Investment Services Directive’.

¹³⁸ (Casey a Lannoo 2009: 34).

¹³⁹ (Moloney 2008: 474).

Conditions for Investment Firms). Tuzemská právní úprava tedy vychází z dědictví ISD, nezohledňuje koncepční změny na evropské úrovni a zároveň je zatížena vlastním historickým dědictvím předchozí právní úpravy ve velmi nevhodné podobě, což vede k řadě problémů, které dále identifikuji v bodě 4. této disertační práce.

Hlavním cílem směrnice MiFID byla modernizace evropského právního rámce pro regulaci kapitálového trhu za účelem zlepšení integrace tohoto trhu a zvýšení ochrany investorů. Základním nástrojem, který směrnice MiFID (ve spojení se směrnicí ID) využívá, je detailní harmonizace finančně-právních pravidel jednotlivých členských států. Přestože směrnice první úrovně Lamfalussyho legislativního procesu obecně opustily výslovné zakotvení konceptu maximální harmonizace, jsou za takové právní teorii považovány především vzhledem k rozsahu věcné působnosti, míře detailu i svému znění jako takovému. Směrnice MiFID tak v čl. 31 odst. 1 stanoví, že *Členské státy nekladou na...investiční podnik nebo úvěrovou instituci žádné další požadavky týkající se věcí spadajících do oblasti působnosti této směrnice*. V případě směrnice ID je pak princip maximální harmonizace zakotven jednoznačně, a to v recitalu 7. Z pohledu problematiky reflektované v této disertační práci je **požadavek maximální harmonizace především jedním z kritérií, podle něhož lze posuzovat kvalitu tuzemské právní úpravy**.

2.5.2. MiFID II

V říjnu 2011 zveřejnila Evropská komise návrh Směrnice Evropského parlamentu a Rady o trzích finančních nástrojů a o zrušení směrnice Evropského parlamentu a Rady 2004/39/ES (přepřacované znění) (MiFID II). Evropská komise přistoupila k přepřacování směrnice MiFID hned z několika důvodů. Jedná se jednak o přepřacování za účelem obnovení přehlednosti a srozumitelnosti směrnice po četných novelizacích, jednak o věcné změny odůvodněné především rozvojem finančních trhů a globální finanční krizí. Jedním ze základních cílů je rovněž stanovit jednotný soubor pravidel pro finanční trhy EU, a to v souvislosti s doporučeními de Larosièreovy skupiny a následným závazkem omezit na nejnížší možnou míru vlastní rozhodování členských států ve všech směrnicích, které se týkají finančních služeb. Konkrétní identifikované nedostatky jsou popsány ve zhodnocení dopadů navrhované změny, přičemž **přísnější organizační požadavky pro poskytovatele investičních služeb jsou jedním z cílů novelizace**.

V souvislosti s problematickou zkoumanou v této disertační práci dochází k některým změnám v oblasti organizačních požadavků, neboť *Regulační orgány na mezinárodní úrovni*

se shodly, že nedostatky ve správě a řízení řady finančních institucí, včetně absence účinného systému kontrol v nich, představují faktor, který přispěl k finanční krizi (recital 5 MiFID II). Jedná se o **(i) zavedení nových definic** (čl. 4 odst. 27 – 29 MiFID II) **řídícího orgánu, řídícího orgánu v rámci své dohledové funkce a vrcholového vedení a (ii) posílení úlohy řídicích orgánů a zavedení jejich odpovědnosti a postižitelnosti za plnění jejich povinností.**

Novelizován je především čl. 9 MiFID, který nese nový název „řídící orgán“ a zavádí přímé povinnosti pro nevýkonné ředitele, požadavky na členy řídícího orgánu a pravidla pro neslučitelnost funkcí. Často se však jedná pouze o deklarace typu *Všichni členové řídícího orgánu věnují dostatek času výkonu svých funkcí v investičním podniku* (čl. 9 odst. 1 písm. a) MiFID II) nebo *Řídící orgán má odpovídající úroveň kolektivních znalostí, dovedností a zkušeností* (čl. 9 odst. 1 písm. b) MiFID II), které lze jen těžko považovat za adekvátní vyjádření právní normy, jejíž nedodržení lze postihnout v rámci správního trestání (zejména testování kolektivní znalosti řídícího orgánu je pro orgány dohledu skutečnou výzvou), resp. lze je postihnout pouze v těch nejextrémnějších případech. Některá vyjádření jsou z pohledu tradiční legislativní techniky dokonce úsměvná, např. *investiční podniky budou jako hlavní kritérium při náboru členů vrcholového vedení požadovat profesionalitu, odpovědnost a snahu* (sic!), *čímž se zajistí, že jmenované osoby budou vůči instituci beze vší pochyby loajální* nebo *investiční podniky rovněž přijmou konkrétní kroky k zajištění vyváženějšího zastoupení v radách, například školení nominačních výborů, vytváření seznamů kompetentních kandidátů a zavedení procesu jmenování, v němž bude vždy figurovat alespoň jeden muž a alespoň jedna žena* (čl. 9 odst. 3 písm. a) a b) MiFID II).

Organizační požadavky, které jsou dnes obsaženy v čl. 13 MiFID budou nově obsaženy v čl. 16 MiFID II. **K zásadním změnám textu zde však nedochází.** Oproti původnímu návrhu MiFID II došlo ovšem v průběhu legislativního procesu k doplnění čl. 16 odst. 3 v souvislosti se střetem zájmů, a to o postupy pro schvalování „produktů“ s cílem zajistit soulad investičních produktů se zájmy zákazníků, kterým bude nabízen (tzv. cílová skupina). Další významnější změnu představuje doplnění čl. 16 odst. 7 MiFID, který se týká pořizování a uchovávání záznamů telefonické a elektronické komunikace se zákazníky, v zásadě v podobě, jak je tento režim uplatňován v současnosti v České republice. Konečně, navrhovaná novelizace doplňuje čl. 16 o odst. 10, podle něhož *Investiční podnik neuzavře s neprofesionálními klienty dohody o zajištění s převodem vlastnického práva za účelem*

zajištění nebo krytí současných nebo budoucích, skutečných, podmíněných či potenciálních závazků klientů, vylučující tak v budoucnu některé zajišťovací techniky používané pro repo obchody s retailovými zákazníky.

Podstatné pro účely této disertační práce je, že podrobnosti některých konceptů (čl. 9 odst. 4 MiFID II) vztahujících se k řídicímu orgánu má určit ESMA, a to prostřednictvím návrhů **regulačních technických norem**. Jednotná (nařízením unifikovaná) evropská právní úprava tedy bude v oblasti poskytování investičních služeb platit i v případě některých obezřetnostních pravidel zkoumaných v této práci, nejen v případě obezřetnostních pravidel v užším smyslu. Kromě toho MiFID harmonizuje také právní úpravu sankcí (čl. 72 a násl.), mj. také **požadavek na stanovení sankcí pro investiční podnik, který nesplní požadavky vztahující se na řídicí orgán** v souladu s čl. 9 odst. 1 MiFID II a řídicí orgán investičního podniku, který nesplní své povinnosti v souladu s čl. 9 odst. 6 MiFID II. Bude zajímavé sledovat, jak se s těmito otázkami vypořádá tuzemský zákonodárce, resp. orgán dohledu, neboť v současnosti uplatňovaný způsob zavedení, resp. přesněji nezavedení odpovědnosti konkrétních fyzických osob je velmi nešťastný. Stojí rovněž za povšimnutí, že v rámci projednávání návrhu MiFID II byl oproti původnímu znění doplněn požadavek na sankcionování fyzické osoby, *jež přísluší k řídicímu orgánu organizátora trhu nebo investičního podniku, která má poznatky o jakýchkoli porušeních uvedených v tomto odstavci a rozhodne se tato porušení neoznámit příslušnému orgánu* (čl. 75 odst. 1 písm. za) MiFID II).

2.5.3. Vývoj tuzemské právní úpravy

(i) Zákon o cenných papírech – úprava do 31. 3. 1998

Podle původního znění § 45 odst. 1 ZCP mohla obchodovat s cennými papíry jen osoba, která k této činnosti měla povolení Ministerstva financí, od účinnosti ZoKCP pak povolení Komise pro cenné papíry. Pro tuto osobu zavedl ZCP legislativní zkratku „obchodník s cennými papíry“. Úprava licencování osob, které mají provádět obchodování s cennými papíry, byla nutná pro rozvinutí a konsolidaci vznikajícího kapitálového trhu, který byl z velké části odvozen od průběhu kuponové privatizace, jejímž byl důsledkem. Důvodová zpráva¹⁴⁰ k návrhu zákona o soustavě cenných papírů a o obchodování s nimi¹⁴¹ je nicméně

¹⁴⁰ Tisk č. 155 ze dne 11.11.1992.

¹⁴¹ Na základě návrhu poslance Libora Nováka byl název změněn na současné znění „Zákon o cenných papírech“.

poněkud zavádějící, když tvrdí, že stávající právní úprava díky přijetí nového zákona o bankách již neobsahovala zmocnění pro Státní banku československou udělovat povolení k operacím s cennými papíry, jak tomu bylo ve zrušeném zákoně č. 158/1989 Sb., o bankách a spořitelnách. Původní znění zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, totiž obsahovalo v § 1 odst. 3 písm. h), l) a m) pro banku možnost obchodování s převoditelnými cennými papíry na vlastní účet nebo na účet klienta, možnost obhospodařování cenných papírů klienta na jeho účet včetně poradenství (portfolio management) a možnost provozovat uložení a správu cenných papírů nebo jiných hodnot, to vše jako součást povolení působit jako banka.

Výše uvedené povolení Ministerstva financí, resp. Komise pro cenné papíry, bylo možné získat na žádost, v níž bylo třeba uvést mj. věcné, personální a organizační předpoklady pro výkon činnosti obchodníka s cennými papíry. Odborné obchodní činnosti mohl obchodník s cennými papíry vykonávat pouze pomocí fyzické osoby, která k tomu měla povolení. Tato osoba byla označována jako makléř, musela mít složenou makléřskou zkoušku a musela být bezúhonná (§ 49 ZCP). Další významnou povinností bylo vést deník o přijatých pokynech k obstarání koupě a prodeje cenných papírů a obchodech uzavřených na základě těchto pokynů (§ 47 ZCP). Můžeme tedy konstatovat, že určité materiální zárodky obezřetnostních pravidel lze najít již v původním znění ZCP, resp. ve znění platném do účinnosti ZoKCP, neboť pro udělení povolení k obchodování s cennými papíry bylo třeba **(i) prokázat věcné, personální a organizační předpoklady** a **(ii) vykonávat odborné činnosti pouze prostřednictvím makléře**.¹⁴² Závažné změny ve věcných personálních a organizačních předpokladech pak byly důvodem pro odejmutí povolení podle § 48 odst. 1 písm. a) ZCP. Dále také můžeme pomocí analýzy některých výkladových materiálů, přes absenci výslovné zákonné nebo podzákonné úpravy, najít faktické směřování orgánů veřejné správy k zahrnutí zamezení střetu zájmu a k úpravě zaměstnaneckých obchodů, do oblasti organizačních a personálních předpokladů.

Podle Sdělení Ministerstva financí ve věci aplikace novely zákona o cenných papírech č. 102/56 347/1996 *je z hlediska omezení možnosti střetu zájmů a v souladu s požadavky na čestnost prováděných obchodů s cennými papíry základním personálním předpokladem pro udělení povolení k obchodování s cennými papíry splnění podmínky, aby makléř vykonával*

¹⁴² Institut makléře byl součástí ZPKT až do 30. 6. 2008, kdy byl zrušen zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Přesto, že jde zajímavou materií, nebudeme se institutem makléře v této práci vzhledem k jejímu zaměření podrobněji zabývat.

veškeré aktivity prováděné z titulu své funkce pouze pro jednoho obchodníka. Dále podle Sdělení Úřadu pro cenné papíry č. 104/28 199/1997 bylo k omezení možnosti vzniku střetu zájmů ve smyslu ustanovení § 79 odst. 2 a 3 a § 81 odst. 2 zákona vyžadováno, aby makléř, který v pracovně právním nebo obchodně právním vztahu zabezpečuje výkon odborné obchodní činnosti u obchodníka s cennými papíry, neuzavíral s tímto obchodníkem žádnou smlouvu o obstarání a zprostředkování koupě nebo prodeje cenných papírů, které jsou předmětem obchodního zájmu tohoto obchodníka, popřípadě které tento obchodník drží ve svém portfoliu a se kterými obchoduje.

V souvislosti s organizačními předpoklady a vnitřním kontrolním systémem lze dále zmínit Sdělení Úřadu pro cenné papíry obchodníkům s cennými papíry – Podmínky a náležitosti žádosti o udělení povolení k obchodování s právy podle §§ 14 a 15 zákona o cenných papírech č. 104/72 536/97, které v rámci těchto předpokladů vyžadovalo *popis organizačního začlenění úseku obchodování s právy v rámci společnosti, personální a organizační oddělení front a back office, u bankovních subjektů zajištění oddělenosti od ostatních aktivit komerčního bankovníctví, popis zajištění všech činností souvisejících se zabezpečením obchodů s právy (vnitřní předpisy, směrnice a pokyny společnosti), týkající se např. front a back office, jejich součinnost, účetní systémy, vnitřní kontrolní mechanismy zaměřené na řízení a kontrolu rizik, zajištění obezřetnosti svých klientů (písemné upozornění na rizika související s obchodováním s právy, rozdíl mezi burzovním a mimoburzovním obchodováním, zajištění monitoringu svých klientů z titulu jejich kapitálové přiměřenosti) a technické vybavení k zabezpečení vedení průhledné evidence o jednotlivých kontraktech, o stavu otevřených pozic a jejich krytí.*

(ii) Zákon o cenných papírech – úprava do 30. 4. 2004 (pravidla organizace vnitřního provozu)

Zásadní změnu ZCP přinesl zákon č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry, do jehož návrhu byly již promítnuty některé požadavky směrnice ISD. Vedle zřízení Komise pro cenné papíry a dalších zásadních změn upravila tato novelizace ZCP nově **pravidla organizace vnitřního provozu**, a to v § 47a ZCP, který stanovil, že kromě jiných povinností týkajících se organizace vnitřního provozu¹⁴³ je obchodník s cennými papíry povinen:

¹⁴³ Jiné povinnosti týkající se organizace vnitřního provozu ovšem zákon nijak nespecifikoval.

- a) zavést administrativní postupy, kontrolní a bezpečnostní opatření pro zpracování a evidenci dat a přiměřený mechanismus vnitřní kontroly včetně pravidel pro obchody uzavírané jeho zaměstnanci na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých,
- b) vést finanční prostředky klienta, které jsou mu svěřeny, na bankovních účtech odděleně od bankovních účtů, kde má uloženy finanční prostředky patřící do jeho majetku,
- c) účtovat o finančních prostředcích a cenných papírech zákazníka, které jsou mu svěřeny, odděleně od ostatního svého majetku,
- d) učinit přiměřená opatření k tomu, aby svěřené finanční prostředky a cenné papíry, které patří zákazníkům, nemohly být použity k obchodům na vlastní účet,
- e) zavést v rámci svého provozu takové postupy a informační a organizační bariéry, aby se omezila možnost střetu zájmů mezi ním a jeho zákazníkem nebo mezi jeho zákazníky navzájem a
- f) pro svou obchodní činnost musí mít potřebné materiální a personální vybavení a jeho zaměstnanci musejí být osoby vhodné a odborně způsobilé pro činnost, kterou vykonávají.

Novelizace provedená zákonem č. 15/1998 Sb., o Komisi pro cenné papíry, tedy zavedla pojem Pravidla organizace vnitřního provozu¹⁴⁴ a stanovila, co je jejich obsahem. Tato pravidla můžeme teoreticky rozdělit do těchto šesti hlavních oblastí: administrativní postupy, kontrolní a bezpečnostní opatření pro zpracování a evidenci dat (informační systém), přiměřený mechanismus vnitřní kontroly včetně pravidel pro tzv. zaměstnanecké (podle současné terminologie osobní) obchody, ochrana majetku zákazníka,¹⁴⁵ opatření pro omezení střetu zájmů a dostatečné materiální a personální vybavení včetně vhodných a odborně způsobilých zaměstnanců.

Poněkud nesystematicky byla některá obezřetnostní pravidla obsažena v § 47b ZCP, který se jinak týkal pravidel jednání se zákazníkem. Obchodník s cennými papíry byl povinen (i) nevyužívat finanční prostředky a cenné papíry zákazníků, které jsou mu svěřeny za účelem provedení služby, k obchodům na svůj účet, ledaže s tím klient vyslovil písemný souhlas, (ii) odmítnout poskytnutí služby zákazníkovi, pokud by tímto mohlo dojít ke střetu zájmů mezi

¹⁴⁴ Druhou důležitou skupinou povinností obchodníka s cennými papíry byla pravidla jednání ve vztahu k zákazníkům upravená v § 47b ZCP.

¹⁴⁵ § 47a odst. 2 ZCP dále stanovil, že finanční prostředky a cenné papíry zákazníka, které jsou svěřeny obchodníkovi s cennými papíry za účelem provedení jeho pokynu, nejsou součástí majetku obchodníka s cennými papíry.

ním a jeho klientem nebo mezi jeho klienty navzájem; pokud při poskytování služby dojde ke střetu těchto zájmů, je povinen upřednostnit zájmy klienta před svými zájmy a (iii) zajistit, aby měl dostatek prostředků ke splnění závazků vůči klientům.

Komise pro cenné papíry se v některých svých rozhodnutích a stanoviscích vyjadřovala k těm zákonným ustanovením a pojmům, zejména k pojmu odborná péče, jejichž konkretizaci ponechal zákonodárce správnímu uvážení orgánu, který bude daná ustanovení aplikovat na konkrétní případy.¹⁴⁶ Např. v rozhodnutí KCP/01/2000 konstatovala Komise pro cenné papíry, že *obchodník s cennými papíry musí za účelem splnění organizačních předpokladů pro výkon činnosti zaměstnávat nejméně dva makléře, aby mohl zabezpečit poskytování svých služeb s odbornou péčí a vytvoření nezbytné organizace vnitřního provozu ve smyslu § 47a zákona o cenných papírech*. Uváděnými důvody byla zastupitelnost makléře (s cennými papíry se obchoduje kontinuálně celý den) a omezení možnosti střetu zájmů (v souvislosti s ochranou majetku zákazníka). Podle rozhodnutí KCP/16/2000 *Splnění povinnosti zavést pravidla vnitřního provozu podle § 47a zákona o cenných papírech nelze vázat na budoucí uzavření smlouvy. Komise tento předpoklad zkoumá k okamžiku vedení řízení o žádosti a nemůže se spokojit se slibem pozdějšího vytvoření či úpravy pravidel* a dále *Nelze konstatovat, že obchodník s cennými papíry má ve vnitřním provozu zavedeny postupy a opatření podle § 47a odst. 1 písm. a), d) a e) zákona o cenných papírech, jestliže osoba odpovědná za výkon vnitřní kontroly současně jako makléř vykonává odborné obchodní činnosti obchodníka s cennými papíry*.¹⁴⁷

Významnou novelou ZCP byl zákon č. 362/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony, jehož cílem byla maximální harmonizace s pravidly obsaženými v evropských směrniciích, ovšem při vědomí toho, že plná slučitelnost s komunitárním právem bude dosažena až přijetím nového zákona. V řízení o povolení se nově vyžadoval seznam všech osob s kvalifikovanou účastí na žadateli a seznam osob úzce propojených s obchodníkem s cennými papíry a dále též jména a

¹⁴⁶ Zákonodárce v § 32 bodu 2 zákona o Komisi stanovil, že Komise při rozhodování vychází z posouzení věcných, personálních, organizačních a ekonomických předpokladů pro další výkon činnosti obchodníka s cennými papíry, aniž současně definoval, které skutečnosti jsou podmínkou pro splnění jednotlivých předpokladů. Vědomě tedy vytvořil prostor orgánu státní správy, aby zhodnotil, zda konkrétní skutečnosti, příp. dokumenty, splňují zákonem pouze obecně vymezené předpoklady. Správní uvážení Komise v tomto řízení ovšem není neomezené. Vychází z příslušných ustanovení zákona o cenných papírech a zvláštních zákonů, které ukládají obchodníkovi s cennými papíry konkrétní povinnosti (např. zavést závazná pravidla organizace vnitřního provozu podle § 47a odst. 1 zákona o cenných papírech). in KCP/16/2000

¹⁴⁷ Jednatel účastníka řízení, který byl současně makléřem, prováděl kontrolu činnosti účastníka řízení, takže docházelo k situaci, kdy jediná osoba zároveň kontroluje sama sebe.

bydliště navrhovaných členů představenstva, členů dozorčí rady a vedoucích pracovníků, kteří efektivně řídí činnost obchodníka s cennými papíry. Tyto požadavky na kategorii osob, kterou bychom mohli označit jako „vedoucí osoby“, pak v právní úpravě zůstaly až do současnosti jako jeden z klíčových požadavků, které ČNB zkoumá při procesu udílení povolení obchodníkům s cennými papíry. Dalším novým požadavkem bylo předložení vnitřních organizačních směrnic (pravidel organizace vnitřního provozu a pravidel jednání obchodníka s cennými papíry), kterými obchodník s cennými papíry prokazuje organizační předpoklady ke své činnosti a připravenost k plnění povinností stanovených v § 47a a v § 47b ZCP.

Pravidla organizace a vnitřního provozu byla systematicky zařazena pod název „Pravidla činnosti a hospodaření obchodníka s cennými papíry“ spolu s deníkem obchodníka s cennými papíry, pravidly jednání obchodníka s cennými papíry ve vztahu k zákazníkům, informační povinnosti obchodníka s cennými papíry a poněkud nesystematicky s odnětím povolení a nabýváním kvalifikované účasti na obchodníkovi s cennými papíry.

Jakým způsobem Komise pro cenné papíry vymezovala obsah jednotlivých pravidel organizace a vnitřního provozu lze dovodit zejména z oblasti licencování obchodníků s cennými papíry, konkrétně z *Metodiky k žádosti o povolení k výkonu činnosti obchodníka s cennými papíry*, kterou prezidium Komise pro cenné papíry schválilo dne 24. září 2001, tedy ještě před vydáním Vyhlášky 466. V rámci personálních předpokladů bylo k žádosti nutné přiložit mj. seznam osob zodpovědných za vnitřní kontrolu, včetně kopií pracovních smluv nebo jiných dokladů prokazujících existenci právního vztahu mezi obchodníkem s cennými papíry a osobami zodpovědnými za vnitřní kontrolu, stručných strukturovaných profesních životopisů obsahujících údaje o odborné způsobilosti včetně odborné praxe a potřebné kvalifikace osob zodpovědných za vnitřní kontrolu. V rámci organizačních předpokladů pak Komise pro cenné papíry požadovala mj. podrobný popis organizační struktury společnosti, pravomoci, povinnosti a odpovědnost vedoucích zaměstnanců a ostatních zaměstnanců, zastupitelnost, kontrolu (princip 4 očí) a vnitřní předpisy obchodníka s cennými papíry. V rámci pravidel organizace vnitřního provozu obchodníka s cennými papíry pak byla vyžadována pravidla, která upravují vnitřní rozhodovací procesy včetně podpisových oprávnění a osobní odpovědnost zaměstnanců obchodníka s cennými papíry zejména za činnosti obchodování s cennými papíry, vedení účetnictví, vypořádání obchodů a výkon vnitřní kontroly, opatření v rámci informačního systému, podrobný popis řízení rizik, vnitřní kontroly, interního auditu, pravidla pro zaměstnanecké obchody atd. Následující metodika na

stejně téma, *Licence obchodníka s cennými papíry a pobočky zahraničního obchodníka s cennými papíry (LOCP)* již vycházela ze znění Vyhlášky 466 a byla tedy ve svých požadavcích podrobnější a odkazuje na jednotlivá ustanovení této vyhlášky.

(iii) Zákon o podnikání na kapitálovém trhu

ZPKT ve svém původním znění obsahoval ve vztahu k obezřetnostním pravidlům pouze § 12 ZPKT, které se týkal pravidel obezřetného poskytování investičních služeb. Podle § 12 odst. 1 ZPKT měl obchodník s cennými papíry povinnost zavést:

- a) administrativní a účetní postupy,
- b) kontrolní a bezpečnostní opatření při zpracování a evidenci dat,
- c) systém vnitřní kontroly,
- d) systém řízení rizik a systém řízení likvidity¹⁴⁸,
- e) postupy k omezení možnosti střetu zájmů mezi ním a jeho zákazníkem nebo mezi jeho zákazníky navzájem,
- f) pravidla pro uzavírání obchodů jeho zaměstnanci na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých podle občanského zákoníku,
- g) pravidla pro sdružování pokynů zákazníků,
- h) mechanismus kontroly činnosti investičních zprostředkovatelů, které využívá při poskytování svých služeb,
- i) opatření k ochraně vnitřních informací,
- j) opatření k předcházení manipulaci s trhem.

Podle § 12 odst. 2 ZPKT měl obchodník s cennými papíry povinnost upravit vnitřním předpisem svou vnitřní organizaci (organizační řád) a záležitosti uvedené v odstavci 1, tedy zavést systém vnitřních předpisů, které se týkají pravidel obezřetného poskytování investičních služeb. § 12 odst. 6 ZPKT pak obsahoval ustanovení určená k ochraně zákaznického majetku a podle § 12 odst. 8 ZPKT měl obchodník s cennými papíry povinnosti vykonávat odborné obchodní činnosti při poskytování investičních služeb prostřednictvím zaměstnance, který má povolení k činnosti makléře s příslušnou specializací. Podobně jako

¹⁴⁸ V případě písm. c) a d) platilo, že obchodník s cennými papíry, který je bankou, postupuje podle zvláštního právního předpisu upravujícího činnost bank.

v předchozí úpravě platilo, že obchodník s cennými papíry je povinen mít materiální a personální vybavení přiměřené povaze a rozsahu jím poskytovaných služeb (§ 12 odst. 10 ZPKT).

V § 12 odst. 6 ZPKT byla zavedena základní pravidla pro ochranu majetku zákazníka, neboť obchodník s cennými papíry byl povinen při nakládání s majetkem zákazníka a) účtovat o majetku zákazníka odděleně od svého majetku, b) zavést opatření, aby majetek zákazníka spočívající v investičních nástrojích nemohl být použit k obchodu na účet jiné osoby než tohoto zákazníka, s výjimkou případu, kdy zákazník udělil obchodníkovi s cennými papíry písemný souhlas, c) nepoužívat majetek zákazníka spočívající v peněžních prostředcích k obchodu na účet jiné osoby než tohoto zákazníka a zajistit jednoznačnou identifikaci majetku zákazníka.

Ke konkretizaci povinností stanovených zákonem byla Komise pro cenné papíry vydána vyhláška č. 258/2004 Sb., kterou se stanoví podrobnosti dodržování pravidel obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnější způsoby jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky. Komise pro cenné papíry vycházela z předchozí úpravy, tedy Vyhlášky 466, a přistoupila pouze ke změnám, jejichž nezbytnost vyplynula z dozorové činnosti a praktických zkušeností a problémů obchodníků s cennými papíry při implementaci a aplikaci dosavadních standardů. Vyhláška 258 se skládala ze dvou základních částí (i) pravidla obezřetného poskytování investičních služeb a (ii) způsoby jednání se zákazníky, nicméně tvořila integrální celek a kladla si primárně za cíl dosáhnout plné slučitelnosti obsahu české právní úpravy obezřetného poskytování investičních služeb a podrobnějších pravidel jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky s evropským právem reprezentovaným v tomto případě ISD. Za zmínku stojí také to, že úprava střetu zájmů se rozpadala jak do oblasti obezřetnostních pravidel (§ 10), tak do oblasti pravidel jednání se zákazníky (§ 19). Úprava řízení rizik a řízení likvidity se přesunula z oblasti pravidel jednání se zákazníky¹⁴⁹ (§ 19 Vyhlášky 466) do oblasti obezřetnostních pravidel.

Nebudu se zde podrobněji zabývat jednotlivými ustanoveními obou zmíněných vyhlášek, nicméně lze konstatovat, že **z pohledu právní jistoty byla tato právní úprava uspokojivější, než ta současná**. Především jednoznačně stanovila povinnosti, které jsou po novelizacích implementujících směrnice MiFID a ID vynucovány na základě složitých

¹⁴⁹ V rámci povinnosti obchodníka s cennými papíry zajistit, aby měl dostatek prostředků ke splnění závazků vůči zákazníkům.

právních konstrukcí, neboť **chybí jednoznačný zákonný základ konkrétních povinností, které jsou díky jisté setrvačnosti působení právní úpravy stále předmětem správního trestání.** Jako nejvýznamnější příklad lze uvést v zákoně zakotvenou povinnost upravit vyjmenované a především jednoznačně identifikované oblasti vnitřními předpisy¹⁵⁰ a povinnost činit soustavně přiměřená opatření k tomu, aby obchodník s cennými papíry zajistil dodržování vnitřních předpisů, které přijal. Jednoznačně byla také stanovena pravidla pro fungování jednotlivých součástí systému vnitřní kontroly a pro outsourcing (byť v tomto případě až ve vyhlášce a nikoliv v zákoně). Za povšimnutí stojí, především ve srovnání se současnou neurčitou povinností, kterou lze obecně charakterizovat jako povinnost „identifikovat a řídit střet zájmů“ také **jednoznačné vymezení pracovních pozic, jejichž výkon je neslučitelný** (podle § 10 vyhlášky 258, tzv. čínské zdi).

Zásadní změnu v oblasti řídicího a kontrolního systému přinesl zákon č. 120/2007 Sb., o změně některých zákonů v souvislosti se stanovením kapitálových požadavků na banky, spořitelny a úvěrní družstva, obchodníky s cennými papíry a na instituce elektronických peněz, který byl přijat v souvislosti s koncepcí obezřetnostních pravidel v užším smyslu označovanou jako Basel II. § 12 odst. 1 ZPKT nově stanovil, že k zajištění obezřetného poskytování investičních služeb obchodník s cennými papíry zavede a udržuje: a) řídicí a kontrolní systém, b) postupy k omezení možnosti střetu zájmů mezi obchodníkem s cennými papíry a jeho zákazníkem nebo mezi jeho zákazníky navzájem, c) opatření k ochraně vnitřních informací, d) opatření k předcházení manipulaci s trhem. Došlo tedy k závažné **změně koncepce pravidel obezřetného poskytování investičních služeb**, které se podle této úpravy skládaly z řídicího a kontrolního systému, opatření k omezení střetu zájmů, ochrany vnitřních informací, předcházení manipulaci s trhem, vedení evidencí a ochrany majetku zákazníka (§ 12c ZPKT) a výkonu odborné obchodní činnosti při poskytování investičních služeb prostřednictvím makléře (§ 12d ZPKT).

¹⁵⁰ Podle rozhodnutí Komise pro cenné papíry KCP/7/2004 jsou *odpovídající vnitřní předpisy předpokladem zavedení efektivního kontrolního mechanismu, jeho nedílnou součástí je však též důsledné dodržování těchto předpisů pracovníky obchodníka. Z obecné povinnosti zavést přiměřený kontrolní mechanismus vyplývá, že alespoň o některých kontrolních činnostech je zapotřebí pořizovat písemné záznamy.* Komise pro cenné papíry ve své rozhodovací praxi tedy považovala vnitřní předpisy za předpoklad a součást (vnitřního) kontrolního mechanismu a dovozovala také důležitou povinnost zaznamenávat výstupy z kontrolní činnosti. Tato povinnost byla v původním znění ZPKT obsažena v § 12 odst. 2, dnes však chybí a je stanovena až ve vyhláškách (§ 2 odst. 1 PrávISV a § 9 ObezV).

Z textu novelizovaného ZPKT je patrné, že se nejednalo o komplexní koncepční změnu, neboť **zařazení některých pravidel do příslušných kategorií lze považovat za velmi nesystematické a problematické.**¹⁵¹ Zákonodárce tedy pravděpodobně předpokládal zásadní novelizaci v souvislosti s implementací směrnice MiFID a úpravu zavedenou zákonem č. 120/2007 Sb. považoval pouze za dočasnou, ale chtěl zároveň materiálně zachovat úpravu stávající, i když rozptýlenou do různých kategorií požadavků, a to z důvodu minimalizace nákladů, které obchodníkům s cennými papíry vznikly při sladění svého vnitřního provozu s novou úpravou. Tento **systémový a logický nešvar však již nebyl nikdy napraven a přetrvává i v právní úpravě stávající.**

Poslední zásadní novelou právní úpravy kapitálového trhu byl zákon 230/2008 Sb., který transponoval některé směrnice Evropských společenství v oblasti finančního trhu, a to konkrétně MiFID, ID a CRD II. Nově byla upravena pravidla outsourcingu (§ 12d ZPKT) a ochrana majetku zákazníka (§ 12e ZPKT). K provedení ZPKT byla vydána Vyhláška 237 přesně odpovídající příslušným ustanovením směrnice ID.

Na základě novelizace provedené zákonem č. 41/2011 Sb. se součástí řídicího a kontrolního systému stal systém odměňování osob, jejichž činnosti v rámci výkonu jejich zaměstnání, povolání nebo funkce mají významný vliv na obchodníkem s cennými papíry podstupovaná rizika a jejich míru, včetně zásad pro určení a podmínky výplaty pevné a pohyblivé složky odměn, postupů pro přijímání rozhodnutí o odměňování a způsobu posuzování výkonnosti tak, aby systém odměňování přispíval k řádnému a účinnému řízení rizik a byl s ním v souladu. Za povšimnutí v této souvislosti stojí, že právě uvedený zákon nabyl účinnosti dne 28. 2. 2011. Na první pohled by se tedy zdálo, že teprve tato novelizace umožnila přijetí prováděcí právní úpravy. Není tomu tak. Vyhláška 380/2010 Sb. novelizující ObezV nabyla účinnosti již 1. 1. 2011, tedy skoro dva měsíce před účinností příslušného zákona. Je tedy evidentní, že **zákonodárce přistupuje k otázce prováděcí právní úpravy, resp. ke vztahu zákona a vyhlášek, které jej mají provádět, velmi benevolentně, což lze považovat za zásadní nedostatek současné právní úpravy.**

Ke změně v oblasti řízení střetu zájmů došlo také díky zákonu č. 188/2011 Sb., kterým byl do řídicího a kontrolního systému doplněn požadavek na postupy pro zjišťování a řízení

¹⁵¹ Viz např. zařazení pravidel pro sdružování pokynů zákazníků mezi organizační předpoklady (§ 12b odst. 1 ZPKT).

střetu zájmů mezi investičními zprostředkovateli, pomocí kterých provádí obchodník s cennými papíry své činnosti, a jejich zákazníci.

2.6. Subjekty kolektivního investování

Retailoví investoři většinou přistupují na finanční trhy nepřímo, prostřednictvím subjektů kolektivního investování, které umožňují s relativně malou počáteční investicí participovat na společném investování většího množství osob podle předem známé investiční strategie, skladby aktiv a rozložení rizika. Díky existenci subjektů kolektivního investování může docházet ke snadné a levné transformaci úspor na investice. Subjekty kolektivního investování jsou zároveň významnými účastníky finančního trhu, institucionálními investory¹⁵² s velkým dopadem na hospodářský růst a na rozvoj ostatních segmentů finančního trhu.

Díky poměrně vysoké participaci retailových investorů v různých formách kolektivního investování a jejich velmi omezené možnosti kontrolovat investiční proces subjektů kolektivního investování, byla brzy identifikována potřeba regulace subjektů kolektivního investování, právě s cílem zajistit ochranu této skupině investorů.¹⁵³ Základem regulace subjektů kolektivního investování je především předepsaná skladba a pravidla oceňování jejich portfolia za účelem řádné diversifikace rizik a zajištění adekvátní likvidity především pro odkupy cenných papírů kolektivního investování. Z hlediska ochrany investora je podstatná rovněž regulace zveřejňování informací určených potenciálním investorům subjektem kolektivního investování. Dalšími významnými prvky regulace subjektů kolektivního investování jsou oddělení obhospodařování majetku subjektu kolektivního investování a jeho úschovy (depozitář) a rovněž obezřetnostní pravidla vztahující se na obhospodařovatele a na depozitáře majetku subjektu kolektivního investování.

Potenciál subjektů kolektivního investování pro stimulaci a integraci evropských finančních trhů a zdroje kapitálu poskytovaného individuálními investory indikovala již v roce 1966 výše uvedená Segrého zpráva. První návrh na harmonizaci evropské regulace subjektů kolektivního investování předložila Evropská komise v roce 1976.¹⁵⁴ Tento návrh však nebyl především kvůli odmítnutí Evropským parlamentem úspěšný. Trvalo skoro dalších deset let, než byla přijata směrnice UCITS, která umožnila působení subjektů kolektivního

¹⁵² § 5 odst. 1 ZoD.

¹⁵³ Viz např. (Clark 1976).

¹⁵⁴ 1976 OJ C171/1

investování na evropském finančním trhu, především přeshraniční nabízení cenných papírů kolektivního investování. Oproti původním očekáváním se však ukázalo, že integrace finančního trhu v segmentu UCITS pokračuje velmi pomalu, a to především díky odlišnostem v režimech jednotlivých členských států a omezením skladby aktiv vyplývajícím přímo z UCITS. Žádané změny přinesla až směrnice UCITS III z roku 2001, která významně rozšířila investiční možnosti subjektů kolektivního investování a tím i možnosti výběru pro investory. UCITS III položila v čl. 21 také základy novým pravidlům pro řízení rizik. UCITS III byla doprovázena směrnicí¹⁵⁵ zaměřující se na regulaci správcovských společností a na zjednodušené prospekty, která v čl. 5f, 5g a 13c **položila základy obezřetnostních pravidel v oblasti subjektů kolektivního investování**. V roce 2007 pak byla přijata prováděcí směrnice UCITS III ID obsahující vyjasnění některých definic, která byla doplněna pokyny třetí úrovně vydané CESR.¹⁵⁶

V roce 2005 byla zelenou knihou Komise o investičních fondech¹⁵⁷ zahájena veřejná diskuse o potřebě reformy režimu UCITS. O rok později byl v bílé knize o investičních fondech¹⁵⁸ vymezen soubor navrhovaných úprav. Následně byla navržena rekodifikace UCITS, která měla jednak zpřehlednit četné novelizace UCITS, jednak upravit některé záležitosti úplně nově. Nová úprava byla přijata v roce 2009 jako UCITS IV, nicméně v oblasti obezřetnostních pravidel přinesla pouze zanedbatelné změny. Nekonzistentní přístup v některých členských státech ohledně základních pravidel vztahujících se na správcovské společnosti, přičemž některé z těchto států aplikovala na správcovské společnosti relevantní ustanovení MiFID, vedla k přijetí (vedle další směrnice a dvou nařízení) prováděcí směrnice UCITS IV ID, která upravuje řadu podrobností v oblasti obezřetnostních pravidel, a to v souladu s prováděcí směrnicí k MiFID.

V roce 2012 byl Evropskou komisí předložen návrh¹⁵⁹ novelizace UCITS V, týkající se výkonu funkce depozitáře, pravidel odměňování a sankčního režimu.

¹⁵⁵ Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2001/107/ES ze dne 21. ledna 2002, kterou se mění směrnice Rady 85/611/EHS o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) s ohledem na regulaci správcovských společností a zjednodušené prospekty

¹⁵⁶ CESR/07-044

¹⁵⁷ Zelená kniha o zlepšení rámce EU pro investiční fondy, KOM (2005) 314.

¹⁵⁸ Bílá kniha o zlepšení jednotného tržního rámce pro investiční fondy, KOM (2006) 686.

¹⁵⁹ COM (2012) 350 final.

2.6.3. Vývoj tuzemské právní úpravy

V českém právním řádu bylo poprvé kolektivní investování upraveno zákonem č. 248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech. Tento zákon ve svém původním znění obsahoval pouze některá dílčí pravidla, která lze považovat za součást obezřetnostních pravidel, především omezení účasti některých osob ve statutárních orgánech a dozorčích radách investičních společností a investičních fondů (§ 29). Zásadní změnu přinesla novelizace v podobě zákona č. 124/1998 Sb., který v reakci na různé nešvary v praxi kolektivního investování¹⁶⁰ zavedl řadu **povinností související s problematikou střetu zájmů**, povinnost jednání s odbornou péčí (§ 17a) a **povinnost vypracovat vnitřní organizační a pracovní směrnici**¹⁶¹ (§ 29a). Tato úprava byla v zákoně obsažena až do ukončení jeho účinnosti k 1. 5. 2004, a to derogací v ZKI.

Komplexní přepracování právního rámce pro subjekty kolektivního investování v ZKI bylo nutné především z toho důvodu, že úprava způsobu investování, zejména limity pro rozložení a omezení rizika a informační povinnosti nebyla v souladu se směrnicí UCITS. ZKI však zároveň zavedl v oblasti kolektivního investování základní obezřetnostní pravidla, a to neslučitelnost některých funkcí s funkcí vedoucí osoby subjektu kolektivního investování (§ 73), **pravidla obezřetného podnikání a pravidla vnitřního provozu spočívající především v přijetí organizačního řádu a dalších vnitřních předpisů** (§ 74) a pravidla jednání při obhospodařování majetku fondu kolektivního investování (§ 75), z nichž lze celou řadu považovat za pravidla obezřetnostní.¹⁶² V ustanovení § 78 ZKI byla stanovena **pravidla outsourcingu**.

¹⁶⁰ Podle důvodové zprávy *Vyskytují se zde nedostatky a nekalé praktiky, které poškozují zájmy podílníků a akcionářů fondů a které mají negativní vliv na využití kolektivního investování jako efektivní formy úspor obyvatelstva i organizací.*

¹⁶¹ *ve které stanoví zejména a) pravidla vnitřního provozu a mechanismus vnitřní kontroly, b) kontrolní a bezpečnostní opatření pro zpracování a evidenci dat, c) pravidla pro smlouvy o převodech cenných papírů uzavírané zaměstnanci, členy představenstva a dozorčí rady investiční společnosti na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých, d) opatření k zamezení použití finančních prostředků a cenných papírů obhospodařovaných investičních a podílových fondů k obchodům na účet investiční společnosti, e) postupy k omezení střetu zájmů mezi investiční společností a obhospodařovanými investičními nebo podílovými fondy nebo mezi obhospodařovanými fondy navzájem, f) pravidla jednání ve vztahu k podílníkům a akcionářům obhospodařovaných investičních a podílových fondů, g) pravidla pro zamezení legalizace výnosů pocházejících z trestné činnosti.*

¹⁶² Např. Povinnost investičních společností a samosprávných investičních fondů dávat přednost zájmům akcionářů nebo podílníků fondu kolektivního investování a jiných osob, jejichž majetek obhospodařují, před svými vlastními zájmy a zájmy třetích osob a povinnost mít materiální a personální vybavení potřebné pro řádné obhospodařování majetku fondu kolektivního investování a účinně je využívat.

Za zmínku stojí také **režim investičních společností při poskytování investičních služeb obhospodařování majetku zákazníka, úschovy a správy cenných papírů vydaných fondem kolektivního investování a investičního poradenství týkající se investičního nástroje** (§ 15 odst. 3 a 4 ZKI). Na tyto investiční společnosti se vztahovala ustanovení zvláštních právních předpisů, upravující pravidla jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, deník obchodníka s cennými papíry a informační povinnost obchodníka s cennými papíry. Zároveň byla takové investiční společnosti stanovena povinnost zavést ve vztahu k této činnosti (poskytování investičních služeb) kromě pravidel obezřetného podnikání podle § 74 odst. 1 ZKI také systém řízení rizik a systém řízení likvidity, pravidla pro uzavírání obchodů jejími zaměstnanci na vlastní účet nebo na účet osob jim blízkých podle občanského zákoníku a postup při sdružování pokynů zákazníků. Později (zákonem č. 230/2008 Sb.) byl příslušný odstavec nahrazen novým zněním, které mj. obsahovalo větu *Investiční společnost, vykonávající činnost podle § 15 odst. 3 nebo 4 zavede ve vztahu k této činnosti pravidla obezřetného poskytování investičních služeb včetně pravidel pro výkon činnosti obchodníka s cennými papíry jinou pověřenou osobou a pravidel pro ochranu majetku zákazníka podle zvláštních právních předpisů upravujících činnost obchodníka s cennými papíry*. Investiční společnost se tak, nejen v oblasti řídicího a kontrolního systému, dostaly do složité situace, neboť ZKI byl velmi obecný v tom, jaké konkrétní povinnosti by investiční společnost měla na základě odkazu k ZPKT plnit. Investiční společnost měla vlastní pravidla obezřetného podnikání upravena v § 74 ZKI (viz výše). Přijatá pravidla měla investiční společnost dodržovat přiměřeně podle objemu obhospodařovaného majetku, způsobu kolektivního investování a rozsahu poskytovaných služeb. Podrobnosti obsahovala vyhláška č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu, která se svou strukturou a obsahem velmi podobala Vyhlášce 258. Investiční společnost, která poskytovala investiční služby ve výše uvedeném smyslu, byla tedy ohledně úpravy řídicího a kontrolního systému a dalších obezřetnostních pravidel plně v režimu obchodníka s cennými papíry a věcně se pro takovou investiční společnost v podstatě neuplatnila vyhláška č. 347/2004 Sb. Ta se totiž mohla vztahovat pouze na základní uspořádání těchto subjektů, pokud jde o zabezpečení základní činnosti, kolektivního investování, a Vyhláška 237 byla „kvalitativní nadstavbou“¹⁶³, pokud jde o poskytování investičních služeb.

¹⁶³ Viz důvodová zpráva k Vyhlášce 237.

Důvodová zpráva k zákonu č. 230/2008 Sb. uvádí, že se zavedení nového znění § 76 odst. 1 ZKI jedná pouze o změnu terminologie. S tím ovšem vzhledem k výše uvedenému nelze souhlasit, neboť šlo o zásadní koncepční změnu pojetí povinností, které musí investiční společnost poskytující vyjmenované investiční služby plnit. V některých dílčích otázkách byly tedy podle mého názoru **na investiční společnost kladeny nároky, které jejímu fungování a provozu vůbec neodpovídají**. Tento problém, vyplývající z duality obezřetnostních pravidel, zákonodárce nijak nerefletoval, a **přejímá ho i současná právní úprava v ZISIF**.

Zásadní změnu v oblasti obezřetnostních pravidel přinesl zákon 188/2011, který především vložil nový § 74a (*Obezřetný výkon činnosti investiční společnosti a investičního fondu*) spočívající především v zavedení řídicího a kontrolního systému a zavedení postupů pro zjišťování a řízení střetů zájmů, a to zcela podle vzoru uplatňovaného u obchodníků s cennými papíry¹⁶⁴, s nutnými odchylkami, které vyplývají z rozdílů mezi podnikáním těchto dvou typů finančních institucí. Právě uvedený zákon představoval implementaci směrnice UCITS IV a jejích prováděcích právních předpisů do českého právního řádu, přičemž zákonodárce zde přiznává určitou rezignaci na primární legislativu, když uvádí, že *V drtivé většině však bude materie promítnuta do českého právního řádu vyhláškami ČNB*. V zásadě v této podobě platila úprava obezřetnostních pravidel pro subjekty kolektivního investování až do přijetí ZISIF v roce 2013.

Co se týče těžiště úpravy obezřetnostních pravidel, lze poukázat především na vyhlášku č. 347/2004 Sb., o způsobu plnění pravidel obezřetného podnikání a pravidel organizace vnitřního provozu investiční společnosti a investičního fondu, která platila do 15. 7. 2011 a na vyhlášku č. 194/2011 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel v kolektivním investování, která ji nahradila. Podobně jako výše uvedené vyhlášky č. 466 a č. 258 obsahovaly tyto právní předpisy velmi podrobnou úpravu obezřetnostních pravidel pro oblast kolektivního investování. Platí pro ně tedy obdobně to, co již bylo řečeno v případě právní úpravy poskytovatelů investičních služeb. Za povšimnutí stojí především skutečnost, že nedůslednou a nesystematickou úpravu v oblasti poskytování investičních služeb považuje důvodová zpráva k vyhlášce č. 194/2011 Sb. *za modernější regulaci obdobných institutů v jiných*

¹⁶⁴ Podle důvodové zprávy *Prováděcí směrnice k UCITS IV stanovuje organizační předpoklady investiční společnosti a investičního fondu, který nemá uzavřenou smlouvu o obhospodařování, podobně jako směrnice 2006/73/ES, která provádí směrnici 2004/39/ES (MiFID)*. V návaznosti na to byly pravidla odborné péče, pravidla pro obezřetný výkon činnosti investiční společnosti a investičního fondu a pravidla personálního vybavení psány podle obdobných ustanovení obsažených v ZPKT.

částech finančního trhu a vyjádření primárního přístupu tuzemského zákonodárce přechod od „rule based“ regulace k „principle based“ regulaci, při zachování obsahové kontinuity regulace (sic!).

2.7. Poskytovatelé platebních služeb

Platební služby v eurech byly předmětem harmonizace na evropské úrovni od druhé poloviny devadesátých let. Lze zmínit především směrnici Evropského parlamentu a Rady 97/5/ES z 27. ledna 1997 o přeshraničních převodech a Nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 2560/2001 ze dne 19. prosince 2001 o přeshraničních platbách v eurech. Až v roce 2005 však byla navržena úplná harmonizace oblasti platebních služeb v podobě PSD s cílem vytvořit jednotný platební trh, kde by zvýšené úspory z rozsahu a hospodářská soutěž pomohly snížit náklady platebního systému.¹⁶⁵ Výsledkem zmíněné iniciativy je v současné době platná směrnice PSD. V červenci 2013 navrhla¹⁶⁶ Evropská komise v návaznosti na dynamický rozvoj trhu platebních služeb zrušení této směrnice a její inkorporaci do nové směrnice o platebních službách na vnitřním trhu, kterou se mění směrnice 2002/65/ES, 2013/36/EU a 2009/110/ES a kterou se zrušuje směrnice 2007/64/ES, nicméně v oblasti obezřetnostních pravidel se dle navrhovaného recitálu 23 podmínky pro udělení a zachování povolení pro platební instituce nijak podstatně nezměnily.

Tuzemská právní úprava před účinností současného ZoPS byla představována hned několika právními předpisy, a to zákonem č. 124/2002 Sb., o převodech peněžních prostředků, elektronických platebních prostředcích a platebních systémech, vyhláškou č. 548/2002 Sb., kterou se stanoví podmínky pro principy zúčtování v platebních systémech a náležitosti žádosti o licenci k provozování platebního systému, vyhláškou č. 91/2006 Sb., kterou se provádí zákon o platebním styku a vyhláška č. 92/2006 Sb., kterou se stanoví náležitosti žádosti o povolení k vydávání elektronických peněz. Podle § 18b výše uvedeného zákona se od 1. 7. 2007 na instituci elektronických peněz vztahoval mj. § 8b ZoB a Česká národní banka byla zmocněna stanovit svým opatřením¹⁶⁷ požadavky na vnitřní řídicí a kontrolní systém instituce elektronických peněz a podmínky pro splnění požadavku zvláštního zákona na ověření vnitřního řídicího a kontrolního systému včetně systému řízení rizik. Za povšimnutí stojí především skutečnost, že příslušné opatření České národní banky bylo

¹⁶⁵ COM (2005) 603

¹⁶⁶ COM (2013) 547

¹⁶⁷ Stalo se tak opatřením České národní banky 3/2006 ze dne 25. května 2006, k vnitřnímu řídicímu a kontrolnímu systému instituce elektronických peněz.

využito k zapracování příslušných předpisů Evropských společenství (§ 1), tedy Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2000/46/ES ze dne 18. září 2000 o přístupu k činnosti institucí elektronických peněz, o jejím výkonu a o obezřetnostním dohledu nad touto činností.

2.8. Recentní reforma regulace a dohledu na úrovni EU

2.8.1. Kapitálová přiměřenost a pravidla odměňování

Prvotní reakcí Evropské komise na světovou finanční krizi byly v říjnu 2008 navržené novelizace směrnic 2006/48/EC a 2006/49/EC, tedy CRD a CAD týkající se hybridních kapitálových nástrojů jako součásti vlastního kapitálu, limitů velkých expozic, nových pravidel pro sekuritizace a změny struktury dohledu. Výsledkem uvedených návrhů bylo přijetí směrnice 2009/111/ES, *kteou se mění směrnice 2006/48/ES, 2006/49/ES a 2007/64/ES, pokud jde o banky přidružené k ústředním institucím, některé položky kapitálu, velkou angažovanost, režimy dohledu a krizové řízení* v září 2009, tzv. CRD II, která přinesla řadu změn v obezřetnostních pravidlech v užším smyslu. Z pohledu této disertační práce je zajímavější další návrh novelizace zmíněných směrnic z července 2009, který vedle zesílení požadavků kapitálové přiměřenosti, tzv. stress testování potenciálních ztrát a transparentnost u některých sekuritizací vyžadoval zavedení pravidel odměňování, která budou v souladu s řádným a efektivním řízením rizik. Směrnice přijatá na základě uvedeného návrhu jako směrnice 2010/76/EU, *kteou se mění směrnice 2006/48/ES a 2006/49/ES, pokud jde o kapitálové požadavky na obchodní portfolio a resekuritizace a o dohled nad zásadami odměňování*, označovaná jako CRD III, novelizovala článek 22 směrnice CRD 1, základ v této práci zkoumaných obezřetnostních pravidel v případě úvěrových institucí takto: *Příslušné orgány domovského členského státu vyžadují, aby každá úvěrová instituce měla spolehlivé řídicí systémy, včetně jasné organizační struktury s dobře vymezenými, transparentními a konzistentními hranicemi odpovědnosti, účinné postupy k určení, řízení, kontrole a ohlašování rizik, kterým je nebo by mohla být vystavena, přiměřené mechanismy vnitřní kontroly, včetně řádných administrativních a účetních postupů, a politiky a postupy odměňování, které jsou v souladu s řádným a účinným řízením rizik a takové řízení rizik podporují*. Podrobnosti byly stanoveny v nové části přílohy V., přičemž řada pravomocí byla v tomto ohledu svěřena CEBS a CESR, dnes EBA a ESMA.

2.8.2. Evropská regulace ratingových agentur

V rámci hledání viníků globální finanční krize byla značná pozornost zaměřena na ratingové agentury, a to na základě obvinění, že jejich jednání, především podhodnocování rizika selhání protistrany a podcenění možnosti, že aktiva s vysokým ratingem se později ukáží jako méně hodnotná, přispělo k vytvoření situace, která velkou měrou přispěla ke vzniku globální finanční krize. Ratingové agentury byly také nařčeny, že nebyly svými ratingy schopny promptně reagovat na zhoršující se tržní podmínky. V prosinci 2009 vešlo v platnost nařízení č. 1060/2009 o ratingových agenturách, které především zavedlo jednotný evropský registrační systém ratingovým agentur. Novelizace uvedeného nařízení platná od května 2011, nařízení č. 513/2011 podrobila ratingové agentury **povinné registraci, přímému a výlučnému dohledu a výkonným pravomocem nově zřízenému ESMA**. V březnu 2012 byla vydána nařízení Evropské komise v přenesené pravomoci č. 446 – 449/2012, kterými se doplňuje nařízení č. 1060/2009 o ratingových agenturách a které stanoví některé regulační technické normy a standardy. Konečně, v červenci 2012 bylo vydáno nařízení Evropské komise v přenesené pravomoci č. 946/2012, *kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (ES) č. 1060/2009, pokud jde o procesní pravidla týkající se pokut ukládaných ratingovým agenturám Evropským orgánem pro cenné papíry a trhy, včetně pravidel týkajících se práva na obhajobu a ustanovení o lhůtách*. Nařízení představuje v případě ratingových agentur **úpravu evropského finančního práva procesního**.

Výše uvedený právní rámec byl v květnu 2013 doplněn o směrnici č. 2013/14/EU, *kterou se mění směrnice 2003/41/ES o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi, směrnice 2009/65/ES o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP) a směrnice 2011/61/EU o správcích alternativních investičních fondů, pokud jde o nadměrné spoléhání se na ratingy* a nařízením č. č. 462/2013, *kterým se mění nařízení (ES) č. 1060/2009 o ratingových agenturách*, které obecně řečeno řeší problémy související s tím, že se některé finanční instituce a subjekty veřejného práva „nadměrně“ a „nedůvodně“ spoléhají na ratingy vydávané ratingovými agenturami. Posílena je v tomto ohledu řada obezřetnostních pravidel.¹⁶⁸ Za zmínku stojí také to, že byla zavedena **občanskoprávní odpovědnost ratingových agentur**.

¹⁶⁸ Nový článek 6 odst. 4 *Ratingové agentury vytvářejí, udržují, prosazují a dokumentují účinnou strukturu vnitřní kontroly pro uplatňování politik a postupů pro předcházení a zmírňování možných střetů zájmů a jejich*

Tento striktní a přímý přístup vůči určité skupině subjektů se stal prvním dokladem nového celoevropského regulatorního a dohledového přístupu v rámci unifikovaného segmentu evropského práva finančního trhu, což lze patrně přičítat nadnárodnímu působení ratingových agentur, kdy žádný z členských států EU nehájí jejich zájem v rámci vyjednávání a přípravy nové právní úpravy. Do jisté míry lze říci, že v případě ratingových agentur je důraz kladen rovněž na obezřetnostní pravidla, neboť je například vyžadováno, aby jejich ratingy nebyly ovlivněny střetem zájmů, aby měly zavedenu náležitou „metodologii“, aby zavedly funkci vnitřní kontroly kvality ratingů, a jsou stanovena také některá pravidla odměňování. Problematika ratingových agentur, byť je jednoznačně velmi zajímavá, se nachází mimo hlavní předmět této disertační práce.

2.8.3. Obchodování s deriváty

Vzhledem k tomu, že finanční deriváty, především deriváty sloužící k přenosu úvěrového rizika, jsou v pokrizové rétorice spojovány se selháními některých velkých finančních institucí (Lehman Brothers) a následnými nucenými státními zásahy (*bail out*) v případě některých velkých finančních skupin (AIG), bylo podle názoru G-20 a Evropské komise nutné legislativně zasáhnout i zde. Zásadním prostředkem se stalo nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 648/2012 ze dne 4. července 2012 o *OTC derivátech, ústředních protistranách a registrech obchodních údajů* (EMIR). Nařízení EMIR zavádí pro deriváty obchodované mimo regulované trhy (OTC deriváty) řadu povinností souvisejících s transparentností, vypořádáním a informační povinností za účelem minimalizace rizika obchodování s těmito typy derivátů. Informace o obchodech s OTC deriváty jsou centralizovány v registrech obchodních údajů (*trade repositories*) a jsou přístupné orgánům dohledu. Vypořádání tzv. standardizovaných OTC derivátů probíhá prostřednictvím centrálních protistran a jsou stanovena pravidla pro kapitálovou přiměřenost a pro kolaterál v případě vypořádání obchodů. V případě centrálních protistran jsou stanovena určitá obezřetnostní pravidla. Dodejme, že v prosinci 2012 bylo k nařízení EMIR přijato celkem devět nařízení Evropské komise obsahujících regulační technické normy a prováděcí technické normy, což je jednak důsledkem rychlého a nepromyšleného přijetí EMIR, jednak dalším důkazem využití nových regulatorních nástrojů evropského finančního práva.

kontrolu a pro zajištění nezávislosti ratingů, ratingových analytiků a ratingových týmů na akcionářích, správních a řídicích orgánech a prodejních a marketingových činnostech. Ratingové agentury zavedou standardní provozní postupy pro podnikovou správu, organizaci a řešení střetů zájmů. Tyto postupy pravidelně sledují a přezkoumávají za účelem posouzení jejich účinnosti a potřeby jejich aktualizace.

2.8.4. Alternativní investiční fondy

Dalším příkladem oblasti reformy regulace finančního trhu s vysokou mírou politické angažovanosti bylo přijetí směrnice AIFMD, která zavedla regulaci a dohled správců hedgových a *private equity* fondů. AIFMD byla dále doplněna nařízením Evropské komise v přenesené působnosti (EU) č. ze dne 19. prosince 2012, kterým se doplňuje směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU, pokud jde o výjimky, obecné podmínky provozování činnosti, depozitáře, pákový efekt, transparentnost a dohled, prováděcím nařízením Komise (EU) č. 447/2013 ze dne 15. května 2013, kterým se stanoví postup pro správce alternativních investičních fondů, kteří se rozhodnou, že se na ně bude vztahovat směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU a prováděcím nařízením Komise (EU) č. 448/2013 ze dne 15. května 2013, kterým se stanoví postup pro určení referenčního členského státu mimounijního správce alternativních investičních fondů podle směrnice Evropského parlamentu a Rady 2011/61/EU. Nejvýznamnější prováděcí právní předpis představuje však prováděcí nařízení IR (viz dále).

Cílem AIFMD je jednak ochrana investorů prostřednictvím pravidel pro jejich informování a pro marketing alternativních investičních fondů, jednak identifikace a řízení systematického rizika, které podle názoru Evropské komise představují alternativní investiční fondy, resp. jejich správci. Z pohledu této práce je zajímavé, že AIFMD pro správce alternativních investičních fondů zavádí obezřetnostní pravidla srovnatelná s těmi, která byla zavedena v rámci regulace UCITS, resp. v řadě ohledů jsou tato pravidla přísnější. Věnuji se jim proto v bodě 4.2.

2.9. Shrnutí

Vývojová perspektiva obezřetnostních pravidel ukazuje dvě základní skutečnosti. Za prvé, vidíme vývoj evropské právní úpravy, který ve všech zkoumaných segmentech finančního trhu směřoval **od obecně formulovaných standardů s širokou možností členských států zavést vlastní specifickou právní úpravu k unifikované nebo alespoň vysoce harmonizované a detailní právní úpravě v podobě jednotných obezřetnostních finančně-právních institutů** jednak v oblasti určité skupiny subjektů kolektivního investování (správců „alternativních“ fondů), úvěrových institucí a ratingových agentur v podobě přímo aplikovatelných nařízení, jednak v dalších oblastech v podobě velmi podrobné úpravy ve směrnících (ID, CRD IV, UCITS IV ID). Právní úprava se evidentně sbližuje i mezisektorově (viz např. organizační pravidla, pravidla vnitřní kontroly a pravidla outsourcingu v oblasti

poskytovatelů investičních služeb a subjektů kolektivního investování). Lze mít za to, že tento trend bude i nadále pokračovat a postupně bude docházet k častějšímu přijímání právní úpravy druhé úrovně Lamfalussyho legislativního procesu v podobě evropských nařízení i v oblasti UCITS a poskytovatelů investičních služeb.

Za druhé, nelze si v rámci vývojové perspektivy nepovšimnout **odklonu tuzemské právní úpravy od evropského vývoje a jejího setrvávání na historicky zavedených obezřetnostních finančně-právních institutech, a to i přes jejich nevhodnost pro řádnou implementaci evropských směrnic**. Jedná se zejména o neodůvodněné (pravděpodobně jen díky náhodnému překladu jednoho z basilejských bankovních standardů z anglického jazyka) zavedení institutu řídicího a kontrolního systému a jeho rozšíření do všech regulovaných segmentů finančního trhu. Další problém představuje koncepční nezvládnutí zařazení některých PBR pravidel, cizích našemu právnímu řádu (především principu přiměřenosti a zavedení odpovědnosti vedoucích osob), a rezignace na využití některých kvalitních právních pravidel historicky obsažených v tuzemské právní úpravě obezřetnostních pravidel, např. velmi vhodně formulovaných organizačních pravidel ve vyhlášce 258 a 237. Konečně, přistupuje-li se v rámci českého právního řádu ke sjednocení obezřetnostních pravidel dle evropského vzoru tam, kde se to jeví jako vhodné a ve shodě s evropským právem i v komparaci se zahraničními právními úpravami, není ke škodě věci využita vhodná unifikační technika, jak ukazují v bodě 3.3. následující kapitoly.

3. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – Víceúrovňová regulace

Pro porozumění regulaci finančního trhu a dohledu nad dodržováním stanovených pravidel je nutné zohlednit širší mezinárodní a evropský kontext, v němž jsou tato pravidla vytvářena, přijímána a vynucována. V případě obezřetnostních pravidel se jedná především o výsledky činnosti Basilejského výboru pro bankovní dohled a mezinárodní organizace IOSCO a fungování Lamfalussyho legislativního procesu a jeho výborů třetí úrovně, v minulosti především v tomto ohledu velmi aktivního CESR, které určují základní směřování na mezinárodním a evropském poli obezřetnostní regulace. Tato **institucionální a procesní struktura má zásadní vliv na charakter pravidel, která jsou jí vytvářena**, což je patrné především v případě Lamfalussyho legislativního procesu. Vyjadřuje však také **dynamiku vývoje evropských finančně-právních předpisů ve vztahu k rozvoji mezinárodních a evropských finančních trhů**.

Právní předpisy, které regulují činnost finančních institucí na národní úrovni tak s sebou implicitně nesou také prvek nadnárodních rozhodovacích procesů, stín použitých regulatorních nástrojů různé povahy a proto také mnohost svých *raisons d'être*, což může sice na jednu stranu pomáhat při jejich aplikaci a interpretaci, ale na druhé straně být příčinou nepochopení a nejasností na straně adresátů právních předpisů i orgánů veřejné moci, které mají tyto předpisy aplikovat.

3.1. Basilejský výbor pro bankovní dohled

Obezřetní regulace v EU je ve stále větší míře ovlivňována především činností Basilejského výboru pro bankovní dohled a evropské finančně-právní předpisy představují určitou přechodovou vrstvu mezi těmito nezávaznými mezinárodními standardy a rozříštěnými národními právními úpravami. V posledních letech byla návaznost na standardy Basel přímo deklarována, nejnověji v recitalu 79 CRD IV a recitalech 1, 10 a především 41 CRR. Přestože se v případě standardů vytvářených Basilejským výborem pro bankovní dohled jedná především o obezřetnostní pravidla v užším smyslu¹⁶⁹, považuji za vhodné stručně nastínit postavení a charakter tohoto mezinárodního expertního fóra.

Basilejský výbor pro bankovní dohled byl ustaven v roce 1974 jako *Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices* v návaznosti na tehdejší problémy světového

¹⁶⁹ Nikoliv však zcela. Viz např. pokyny týkající se interního auditu (<http://www.bis.org/publ/bcbs223.htm>) nebo funkce compliance (<http://www.bis.org/publ/bcbs113.htm>)

měnového a bankovního trhu a lze jej zařadit mezi neformální (*soft*) mezinárodní organizace umožňující překlenout některé koordinační a rozhodovací problémy, kterým většinou čelí tradiční „formální“ mezinárodní organizace. Pravidla, která jsou Basilejským výborem pro bankovní dohled vytvářena, se řadí k tzv. *soft law* nástrojům a většinou stojí na počátku legislativních aktivit vedoucích na evropské nebo národní úrovni k přijetí obdobných pravidel, ovšem ve formě některého z tradičních pramenů práva. Basilejský výbor je některými autory (Dragomir 2010: 97) označován za „epistemickou“ komunitu bankéřů, přičemž epistemickou skupinou je zde míněna skupina expertů, kteří sdílejí společnou představu o kauzálních vztazích mezi určitým politickým opatřením a jeho důsledky pro určitý společenský fenomén, v tomto případě pro stabilitu finančního sektoru. Ačkoliv nemají takové expertní skupiny formální institucionální strukturu a jsou jen určitou formou dobrovolné nadnárodní kooperace, požívají často značné neformální autority a o Basilejském výboru pro bankovní dohled lze říci, že se časem stal mezinárodní organizací *de facto*. Také o *soft law* pravidlech Basilejského výboru pro bankovní dohled je možné tvrdit, že díky všeobecnému přijetí basilejských standardů v celé řadě států a tím, že jsou mj. jednou z předpokladů a podmínek úvěrových operací Mezinárodního měnového fondu a Světové banky, je jim *de facto* přiznávána právní síla běžných právních předpisů.

Z funkcionálního i faktického pohledu měly pro ostatní obezřetnostní pravidla podobný význam jako Basilejský výbor pro bankovní dohled především výbory zřízené v rámci Lamfalussyho legislativního procesu před svou institucionalizací do nových evropských orgánů dohledu (ESAs), především kvalitativně i kvantitativně pozoruhodně bohatá expertní činnost CESR.

3.2. Lamfalussyho legislativní proces

Druhým významným činitelem ovlivňujícím obezřetnostní pravidla na evropské úrovni je Lamfalussyho legislativní proces, významný počín v oblasti tvorby finančně-právních předpisů především z hlediska procesního a organizačního. Cílem zavedení Lamfalussyho legislativního procesu bylo jednak zvýšit flexibilitu reakce EU na vývoj na finančních trzích a využít odborné znalosti orgánů dohledu v jednotlivých členských státech, jednak zajistit sblížení dohledové praxe v jednotlivých členských státech jako podmínky pro efektivní fungování regulace finančního trhu, vytvoření jednotného přístupu v rámci EU (*level-playing field*) a odstranění regulatorní arbitráže. Lamfalussyho legislativní proces obsahuje čtyři stupně regulace a dohledu:

Úroveň 1 – rámcová pravidla a principy přijaté na základě politického konsensu Evropským parlamentem a Radou na návrh Evropské komise ve formě směrnic nebo nařízení (nyní podle čl. 294 SFEU),

Úroveň 2 – za účelem implementace pravidel první úrovně byla vytvořena síť národních regulátorů, Evropské komise a regulačních výborů druhého stupně, přičemž odborné poradenství poskytovaly regulační komise třetího stupně. Pravidla druhé úrovně jsou přijímána Evropskou komisí na základě delegované pravomoci ve formě směrnic a nařízení. Díky existenci výborů třetího stupně byla opatření konzultována s finančními institucemi a dalšími zájmovými skupinami,

Úroveň 3 – dohledové orgány členských států měly posilovat vzájemnou spolupráci za účelem zvýšení konzistentnosti praktické transpozice a implementace pravidel předchozích dvou úrovní. Institucionálně byl tento cíl podpořen zřízením výborů třetího stupně, které měly za úkol vydávat doporučení a standardy týkající se implementace a interpretace příslušných právních předpisů a provádět srovnávací šetření (*peer review*) v jednotlivých členských státech.

Úroveň 4 – monitoring interpretace a aplikace přijatých pravidel a jejich vynucování je především v režii Evropské komise.

Je patrné, že klíčová pravidla jsou přijímána na první (rámcové) a druhé (technické) úrovni Lamfalussyho legislativního procesu. **Byť první úroveň odráží obecnou politickou shodu o principiálních otázkách právní regulace, je třeba i v této úrovni klást na přijaté právní předpisy požadavek jasného stanovení právní normy. A pokud mají být pravidla druhé úrovně skutečně implementační, je třeba na ně klást požadavek nepřekročitelnosti rámcového pravidla, které má být provedeno (intra legem), což však není v praxi dodržováno.** Rozdíl mezi rámcovou (politickou) a technickou úrovní se tedy často projevuje pouze jako mocenský boj uvnitř EU, především mezi Evropskou komisí a významnými členskými státy EU.

Globální finanční krize přinesla reformní impulsy také v oblasti Lamfalussyho legislativního procesu. V návaznosti na de Larosiérovu zprávu byl tento proces přizpůsoben novým institucionálním podmínkám a v roce 2009 byla přijata také SFEU, kde se systém delegace a implementace využíváný v rámci Lamfalussyho procesu do značné míry odráží a zavádí na „ústavní úrovni“. Úpravy Lamfalussyho legislativního procesu jsou patrné zejména

v případě úrovně třetí, kdy se nové evropské orgány dohledu staly primárním *de facto* zákonodárcem (formálně vydává příslušná nařízení a odpovídá za ně Evropská komise na základě delegované pravomoci podle čl. 290 a 291 SFEU)¹⁷⁰, a to především prostřednictvím tzv. závazných technických standardů. Legislativní pravomoci popisují pro zjednodušení na příkladu ESMA, nicméně je třeba si uvědomit, že podobná ustanovení obsahují i Nařízení EBA a Nařízení EIOPA.¹⁷¹

Závaznými technickými standardy se rozumí jednak regulační technické standardy podle čl. 10¹⁷² Nařízení ESMA, tak implementační technické standardy podle čl. 15¹⁷³ Nařízení ESMA (právní úprava tyto technické standardy rozlišuje podle toho, zda budou přijímány ve formě aktů v přenesené pravomoci v souladu s čl. 290 SFEU nebo ve formě prováděcích aktů v souladu s čl. 291 SFEU). **Byť jsou v obou případech zavedeny relativně složité mechanismy zajištění kontroly na legislativní činnosti ESMA mají závazné technické standardy značný regulační i dohledový unifikační potenciál, doprovázený však určitým rizikem vyplývajícím z možnosti různého chápání toho, co je provedením právní úpravy a co je stanovením nové právní úpravy, a vzniká tak podobný problém jako na národní úrovni v případě zákonů a jejich provádějících právních předpisů.**

Další pravomocí ESMA je možnost vydávat pokyny a doporučení podle čl. 16 Nařízení ESMA. Ve srovnání s dřívějším *soft law* přístupem výborů třetí úrovně lze v případě pokynů a doporučení ESMA hovořit o „zesíleném“ *soft law*, neboť zde existuje jednak povinnost *best effort*¹⁷⁴, jednak mechanismus *comply or explain*.¹⁷⁵ Tyto charakteristiky mohou vést ke

¹⁷⁰ ESMA nemůže být zákonodárcem *de iure* především díky evropské právní doktríně vycházející z rozsudku C-09/56 *Meroni*, tedy zákazu delegace příliš širokých diskrečních pravomocí z orgánů EU na zřizované agentury. Po uzavření rukopisu této disertační práce byl nicméně vydán rozsudek ve věci C-270/12, *Velká Británie vs. Parlament a Rada*, který doktrínu *Meroni* v případě ESAs poněkud narušuje ve prospěch řádného fungování vnitřního trhu. Viz také pochybnosti některých autorů o čl. 114 SFEU jako vhodném základu pro zřízení ESAs, např. Niamh Moloney, *The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market - a Tale of Two Competences: Part 1: Rule-Making*, 12 EUR. BUS. L. REV. 41, 70 et seq. (2011) a Michael Rötting & Christina Lang, *Das Lamfalussy-Verfahren im Umfeld der Neuordnung der europäischen Finanzaufsichtsstrukturen*, EUZW 8 (2012).

¹⁷¹ Podobněji viz např. (Faulhamerová a Herbočzková 2010).

¹⁷² *Regulační technické normy jsou technické povahy a nepředstavují strategická rozhodnutí či politická rozhodnutí a jejich obsah je vymezen legislativními akty, z nichž vycházejí.*

¹⁷³ *Prováděcí technické normy jsou technické povahy, nepředstavují strategická či politická rozhodnutí a jejich obsah vymezuje podmínky uplatňování uvedených aktů.*

¹⁷⁴ *Příslušné orgány a účastníci finančního trhu vynaloží veškeré úsilí, aby se těmito obecnými pokyny a doporučeními řídily.*

¹⁷⁵ *Do dvou měsíců od vydání obecných pokynů nebo doporučení každý příslušný orgán potvrdí, zda se těmito obecnými pokyny nebo doporučeními řídí nebo hodlá řídit. V případě, že se příslušný orgán obecnými pokyny nebo doporučeními neřídí nebo nehodlá řídit, informuje o tom orgán pro cenné papíry a trhy a uvede své*

zvýšenému využívání obecných pokynů a doporučení, neboť ESMA není v tomto případě, na rozdíl od závazných technických pokynů, nijak omezen v tom, jaké pokyny a doporučení mohou *zajistit společné, důsledné a jednotné uplatňování práva Unie* (čl. 16 odst. 1 Nařízení ESMA). V rámci problematiky zkoumané v této práci lze upozornit především na Obecné pokyny ESMA k určitým aspektům požadavků směrnice MiFID na funkci compliance, Obecné pokyny ESMA Zásady a postupy v oblasti odměňování (MiFID), Obecné pokyny ESMA k systémům a kontrolám v prostředí automatizovaného obchodování pro obchodní platformy, obchodníky s cennými papíry a příslušné orgány, Obecné pokyny ESMA k zásadám řádného odměňování podle směrnice o správcích alternativních investičních fondů, Obecné pokyny EBA k internal governance (řídící a kontrolní systém), Obecné pokyny EBA ke srovnávání odměňování a Obecné pokyny EBA ke shromažďování údajů o osobách s vysokými příjmy.

Mezi další významné pravomoci ESMA patří šetření a trestání porušení evropského práva (čl. 17 Nařízení ESMA), možnost přijímat opatření, včetně individuální aktů aplikace práva, v mimořádných situacích (čl. 18 Nařízení ESMA) a pravomoc urovnávat spory mezi příslušnými orgány členských států (čl. 19 a 20 Nařízení ESMA).

Jak zhodnotit zavedení a fungování Lamfalussyho legislativního procesu a jeho pokrizovou novelizovanou podobu? Je evidentní, že **nově zřízené ESAs mají nezanedbatelný potenciál stát se primárními normotvůrci hmotného evropského práva finančního trhu**. Závazné technické standardy představují velmi zásadní a účinný nástroj pro vytvoření jednotného evropského zákoníku (*single rulebook*) regulace finančního trhu, neboť představují právě ta pravidla, která budou dohlížena a vynucována v praktické činnosti orgánů dohledu nad finančním trhem a se kterými musí regulované subjekty zajišťovat každodenní soulad. Zásadním problémem Lamfalussyho legislativního procesu je, přes jeho nepopíratelnou procesní i hmotněprávní efektivitu, jednak **nedostatek odpovědnosti**, což je však v případě orgánů veřejné správy tradiční nedostatek, jednak **problematická otázka legitimacy**¹⁷⁶, neboť přesto, že závazné technické standardy nemají představovat *strategická rozhodnutí* či *politická rozhodnutí* a jejich obsah je vymezen legislativními akty, z nichž vycházejí, není již řečeno, jak se odlišují technické a netechnické (strategické a politické) standardy a již na směrnících MiFID a ID bylo možné vidět, že vztah mezi rámcovou úpravou

důvody...Pokud je to stanoveno v obecných pokynech či doporučení, musí účastníci finančního trhu jasným a podrobným způsobem podávat zprávu o tom, zda se těmito obecnými pokyny nebo doporučením řídí.

¹⁷⁶ Obecně ke governance a legitimitě v EU viz zejména (Scott a Trubek 2002).

a úpravou, která ji má provádět (implementovat) je velmi vágní. **Problém stanovení přesné hranice mezi jednotlivými úrovněmi Lamfalussyho legislativního procesu, především mezi první a druhou, resp. nyní i třetí, je evidentně otázkou politickou, nikoliv racionálně-argumentační a definiční.** S podobnou situací se lze setkat u právní úpravy tuzemské (viz dále bod 3.3.). Existuje tak vysoké riziko přijímání zásadních právních pravidel na úrovni delegované výkonné moci, byť jisté kompetenční a kontrolní mechanismy jsou v příslušných nařízeních ESAs zavedeny. Co se na první pohled může zdát jako čistě technická záležitost, může mít dalekosáhlé aplikační důsledky. Základní problém Lamfalussyho legislativního procesu je tedy zjevný. **S ohledem na demokratickou legitimitu není žádoucí, aby právní předpisy *de facto* přijímala úzká skupina expertů (navíc s vazbami na regulované subjekty) a nahrazovala tak činnost Rady a Evropského parlamentu.**¹⁷⁷ Na druhou stranu je vcelku legitimní očekávat, že právní předpisy budou vykazovat větší kvalitu a díky institucionalizovanému konzultačnímu procesu budou odrážet realitu finančního trhu.

Není také možné přehlížet, že odpovědnost za praktický výkon dohledu nad stanovenými pravidly stále leží na jednotlivých členských státech. V této souvislosti je třeba poukázat na nejasnost „závaznosti“ závazných technických standardů, neboť není stanoven sankční mechanismus za jejich nedodržení, resp. tento musí být opět zaveden na úrovni jednotlivých členských států v případě subjektů působících na finančním trhu nebo připadá v úvahu postup Evropské komise vůči členskému státu podle čl. 258 SFEU. Potřeba rychlejšího přijímání změny právních předpisů v návaznosti na rychlost vývoje regulovaných oblastí a potřeba zajištění vysoké odborné úrovně přijímaných pravidel je jistě pochopitelná, neznamena to však v žádném případě nekritické přijetí současného fungování zavedeného legislativního mechanismu. I na ten je třeba dívat se prizmatem demokratické legitimacy a právní jistoty. Na druhou stranu nelze opomenout významný přínos Lamfalussyho legislativního procesu, a to zvýšení transparentnosti normotvorného procesu a systematické využívání celé řady konzultačních mechanismů.

Lamfalussyho legislativní proces tedy jednak urychlil proces přijímání evropských finančně-právních předpisů, jednak rozšířil možnost konzultací s celou řadou zájmových

¹⁷⁷ Podobnými otázkami se již dříve zabýval ECJ, především v rozhodnutích Case 25/70 (Köster) (para 6) a Case 46/86 (Romkes) (para 16) a tento princip došel svého vyjádření v čl. 290 SFEU.

skupin, včetně velkých globálních finančních institucí, které se předtím unifikaci pravidel spíše bránily.

3.3. Pokus o sjednocení tuzemské právní úpravy některých obezřetnostních pravidel

V rámci víceúrovňové perspektivy obezřetnostních pravidel považují za vhodné podrobit stručné analýze snahu tuzemského orgánu dohledu o sjednocení obezřetnostních pravidel pro poskytovatele investičních služeb a úvěrové instituce prostřednictvím sekundárních pramenů práva.

Dne 7. 6. 2010 předložila Česká národní banka vládě návrh vyhlášky, kterou se měnila ObezV. (později byl návrh přijat jako vyhláška č. 380/2010 Sb.), který úzce souvisel s dalším předkládaným návrhem, a to s návrhem vyhlášky o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb, který byl vládě předložen dne 8. 6. 2010 (později přijat jako PravISV). Předkládané návrhy byly reakcí na novelizace a připravované novelizace směrnic CRD a CAD. Ačkoliv si zmíněné návrhy **kladly za cíl komplexnost a sjednocení právní úpravy řídicího a kontrolního systému pro dohlížené subjekty**, byla a je řada klíčových oblastí obezřetnostních pravidel upravena nedostatečným způsobem, který nelze považovat za řádnou náhradu úpravy předchozí, o níž se však zmíněná novelizace pokoušela.

(i) Změna vyhlášky č. 123/2007 Sb., o pravidlech obezřetného podnikání bank, spořitelních a úvěrních družstev a obchodníků s cennými papíry (ObezV)

Tehdejší úprava řídicího a kontrolního systému obsažená v ZPKT a ve Vyhlášce 237, byla výsledkem legislativního procesu, v jehož rámci došlo k transpozici směrnic MiFID a ID, a byla do určité míry řešením kompromisním, neboť vytvořením institutu „řídicí a kontrolní systém“ byly (údajně) transponovány také požadavky CRD a zároveň byla pod tento pojem zahrnuta některá ustanovení předchozí právní úpravy, která se v praxi ukázala z hlediska regulace finančního trhu jako vhodná. Tento krok měl přispět k zajištění kontinuity právní úpravy a měl pomoci dohlíženým subjektům ve snadnější adaptaci na změněné regulační podmínky, byť někdy v rozporu s požadavky transponovaných směrnic.

S určitým zjednodušením se dá říci, že požadavky směrnice MiFID byly do našeho právního řádu transponovány na úrovni ZPKT a požadavky směrnice ID na úrovni Vyhlášky 237. Směrnice MIFID i ID se vztahují nejen na obchodníky s cennými papíry, ale rovněž na úvěrové instituce, a to v rozsahu, který stanoví. Uvedené směrnice tak vycházejí

z funkcionálního přístupu a některá specifika poskytování investičních služeb je proto třeba dodržovat bez ohledu na to, kdo tyto služby poskytuje. „Dvojkolejnost“ právní úpravy v oblasti řídicího a kontrolního systému má tedy své *ratio*, které našlo své vyjádření v § 12a odst. 5 ZPKT, podle kterého se pro řídicí a kontrolní systém obchodníka s cennými papíry, který je bankou, použije zákon upravující činnost bank a zvláštní požadavky podle tohoto zákona (tedy ZPKT). Tam, kde není příslušná právní úprava obsažena v právních předpisech vztahujících se na banky a banka poskytuje investiční službu, použije se úprava obsažená v ZPKT.

V odůvodnění vyhlášky 380/2010 Sb. bylo mj. uvedeno, že *Příprava novely vyhlášky byla také využita k integraci kvalitativních požadavků stanovených směrnicí CRD do jednoho prováděcího předpisu. V současné době jsou ustanovení směrnice CRD, která se týkají kvalitativních požadavků (požadavky na řídicí a kontrolní systém), transponována na úrovni prováděcích předpisů samostatně pro banky a spořitelny a úvěrní družstva (vyhláška č. 123/2007 Sb.) a samostatně pro obchodníky s cennými papíry (vyhláška č. 237/2008 Sb. o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb). Integrace požadavků na řídicí a kontrolní systém do vyhlášky č. 123/2007 Sb. povede ke zjednodušení stávající úpravy, neboť směrnice CRD tak bude na úrovni prováděcího předpisu transponována jen jednou.*

Citovaná důvodová zpráva tedy budí dojem, že řídicí a kontrolní systém finančních institucí, je transpozicí pouze směrnice CRD, ačkoliv pro obchodníky s cennými papíry jsou to především MIFID a ID, které tvoří jádro požadavků na jejich „řídicí a kontrolní systémy“. Tento přístup by nepředstavoval velký problém, kdyby se ovšem navrhovaná novelizace spokojila pouze s integrací „kvalitativních“ požadavků CRD do jednoho prováděcího předpisu a ponechala v platnosti specifická pravidla týkající se poskytování investičních služeb upravená ve Vyhlášce 237. Jejím faktickým cílem však byla integrace prakticky všech požadavků (vyplývajících z CRD, MIFID i ID), které jsou v oblasti řídicího a kontrolního systému na finanční instituce kladeny, do ObezV. Také se nedá říci, že by současná úprava obsažená v ObezV byla transpozicí kvalitativních požadavků, snad až na oblast řízení rizik, velmi stroze stanovených v CRD, neboť jde v převážné části textu vyhlášky o transpozici různých evropských nebo mezinárodních standardů. **Podrobnější pravidla obsažená ObezV pocházejí tedy z velké části z materiálů, které jsou mimoprávního charakteru.**

Důvodová zpráva k vyhlášce 380/2010 Sb. sice obsahuje odstavec označený jako *Závěrečná zpráva z hodnocení dopadů regulace (malá RIA)*, nicméně lze na základě výše uvedeného vyslovit zásadní pochybnost, zda je text důvodové zprávy opravdu výsledkem použití soustavy analytických metod směřujících k systematickému hodnocení negativních a pozitivních dopadů navrhovaných či existujících právních předpisů v oblasti hospodářské, sociální a environmentální a hodnocení dopadů na různé ekonomické a sociální skupiny (definice RIA používaná vládou ČR). Konstatování, že *Zásadní změnu přinese vyhláška z pohledu osobní působnosti v oblasti řídicího a kontrolního systému* a že *Integrace požadavků na řídicí a kontrolní systém do vyhlášky č. 123/2007 Sb. přispěje ke zjednodušení a přehlednosti úpravy*, lze jen stěží považovat za kvalitativní nebo kvantitativní analýzu pozitivních a negativních dopadů navrhované úpravy, neboť neodpovídá na jednoduchou otázku „proč?“.

Mám za to, že když už byla zvolena cesta sjednocení právní úpravy, měl by být její směr právě opačný, neboť směrnice MIFID a ID stanovují velmi podrobná pravidla týkající se jednotlivých oblastí řídicího a kontrolního systému, na rozdíl od CRD, která v článku 22 odst. 1¹⁷⁸ stanovila pouze to, že *Příslušné orgány domovského členského státu vyžadují, aby každá úvěrová instituce měla spolehlivé řídicí systémy, včetně jasné organizační struktury s dobře vymezenými, transparentními a konzistentními hranicemi odpovědnosti, účinné postupy k určení, řízení, kontrole a ohlašování rizik, kterým je nebo by mohla být vystavena, a přiměřené mechanismy vnitřní kontroly, včetně řádných administrativních a účetních postupů*. Výše zmíněné standardy by pak mohly být zpracovány Českou národní bankou ve formě úředního sdělení, pokud vůbec nějak.

Je zřejmé, že výše uvedené novelizace sice vycházely z dílčích změn na evropské úrovni, které měly určitý omezený vztah k pravidlům, jež v dané době tvořily obsah finančně-právního institutu „řídicí a kontrolní systém“, ve výsledku však vedly nikoliv k dílčí, ale k zásadní změně stávajícího režimu „dvojí“ právní úpravy řídicího a kontrolního systému. **Změny na evropské úrovni se však problematiky podstatné většiny oblastí řídicího a kontrolního systému s výjimkou pravidel odměňování a oblastí propojených s řízením rizik netýkaly.** Tyto změny bylo možné řešit prostou novelizací stávající právní úpravy.

Zmíněné novelizace tedy přinesly podstatnou změnu jedné z nejdůležitějších oblastí obezřetnostních pravidel, která se vztahují na poskytovatele investičních služeb, přičemž

¹⁷⁸ Dnes čl. 74 CRD IV.

jediným důvodem bylo „zjednodušení“ stávající úpravy, aniž by se změnily výchozí podmínky, za kterých byla stávající úprava řídicího a kontrolního systému přijata. Vyhláška 380/2010 Sb. se kromě jiného nijak nevypořádala s tím, že úprava řídicího a kontrolního systému ve Vyhlášce 237 není jen transpozicí směrnic CRD a CAD, ale i dalších evropských právních předpisů. **Proti zjednodušení a sjednocení právní úpravy řídicího a kontrolního systému nelze principiálně nic namítat, nicméně novelizace toho nemohla dosáhnout bez rizika nenaplnění požadavků, které stanoví evropské právní předpisy, směrnice MiFID a ID vztahující se k poskytování investičních služeb.** Ani jeden z návrhů také neobsahoval opodstatněné důvody, proč by k navrhovaným změnám mělo dojít a návrhy proto nebylo ani možné relevantním způsobem kriticky uchopit.

(ii) Změna vyhlášky č. 237/2008 Sb., o podrobnostech některých pravidel při poskytování investičních služeb

Přijetím PravISV byla zrušena Vyhláška 237. V důvodové zprávě se mj. konstatuje, že problémem stávající úpravy je skutečnost, že *transpozice směrnic CRD v oblasti řídicího a kontrolního systému je obsažena jednak ve vyhlášce č. 123/2007 Sb. (pro banky a spořitelní a úvěrní družstva), a jednak ve vyhlášce č. 237/2008 Sb. (pro obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele).* Tímto způsobem se tak duplicitně upravuje oblast řídicího a kontrolního systému ve dvou vyhláškách, s rizikem používání nejednotných pojmů a výkladovými problémy. Důvodová zpráva ovšem neuvádí, co je na této situaci problematické a proč tomu tak je. Podobně jako důvodová zpráva k vyhlášce č. 380/2010 Sb. se ani tato důvodová zpráva blíže nezabývá tím, že Vyhláška 237 je především transpozicí ID, ačkoliv tuto směrnici zmiňuje.

Návrh zrušení Vyhlášky 237 v obecné rovině deklaroval dva záměry novelizace: (i) obecně upravit řídicí a kontrolní systém pro banky, spořitelní a úvěrní družstva, obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele v ObezV a (ii) upravit pravidla jednání a pravidla činnosti specifických pro kapitálový trh společných pro obchodníky s cennými papíry a investiční zprostředkovatele v nové vyhlášce. Nedoáváme se však, proč se pravidla pro řídicí a kontrolní systém v oblasti poskytování investičních služeb nepovažují, na rozdíl od „pravidel činnosti“, za specifická, jaká pravidla to konkrétně jsou a proč. Nebyla tak nijak reflektována skutečnost, že směrnice MIFID a ID upravují specifickým způsobem také pravidla, která byla do českého právního řádu transponována samotným vymezením a naplněním pojmu „řídicí a kontrolní systém“. Nelze tedy pozitivně hodnotit skutečnost, že

zůstala zachována pouze úprava těch pravidel činnosti při poskytování investičních služeb, která jsou transpozicí směrnice MiFID a ID (ochrana majetku zákazníka, osobní obchody, střet zájmů, pobídky, uchovávání dokumentů a pravidla jednání). Návrh totiž nijak nepřihlížel k tomu, že MIFID a ID upravují i jiné než jmenované oblasti a že tyto oblasti jsou také specifické pro poskytování investičních služeb. Je-li pak v ObezV...*obsažena (jen) transpozice směrnic CRD*, specifická pravidla týkající se řídicího a kontrolního systému obchodníků s cennými papíry stanovená MIFID a ID, s výjimkou výše uvedených oblastí, nejsou upravena nikde.

Z výše uvedeného je patrné, že novelizace měla zásadní dopad na stávající pravidla řídicího a kontrolního systému obchodníků s cennými papíry. Přesto se **nijak nevypořádala s požadavky, které stanoví MIFID a ID pro oblast poskytování investičních služeb. Některé specifické požadavky těchto směrnic přijetím navrhované novelizace z našeho právního řádu úplně zmizely.** Byly tak sloučeny oblasti s rozdílnou právní úpravou na evropské i národní úrovni, ačkoliv k tomuto sloučení z racionálních důvodů nedošlo ani v té době, kdy byla tato otázka aktuální. Na tomto stavu se však přijetím směrnic CRD II, CRD III a vlastně ani CRD IV nic nezměnilo.

Po relativně krátké době tak opět došlo k zásadní legislativní úpravě, se kterou se obchodníci s cennými papíry museli vyrovnat, a to poté, co vynaložili nemalé náklady na přizpůsobení se novelám vycházejícím z MIFID a ID. Byla rovněž přerušena kontinuita právní úpravy, která je podstatná i z hlediska interpretace příslušných ustanovení v rámci dohledové činnosti i v rámci chápání jednotlivých ustanovení jejich adresáty. Zachování této kontinuity bylo ostatně důvodem pro vymezení samotného institutu „řídicí a kontrolní systém“, který evropská úprava nepoužívá a který zahrnuje řadu někdy jen vzdáleně souvisejících oblastí (viz např. §§ 12a a 12b ZPKT). Kvůli tomu, že nedošlo ke změnám na úrovni zákona, se také nepodařilo splnit deklarovaný cíl komplexnosti a sjednocení, neboť součástí řídicího a kontrolního systému jsou nadále mj. také pravidla pro uzavírání osobních obchodů, pravidla pro sdružování pokynů zákazníků a pravidla pro účtování o majetku zákazníků, která upravuje PravISV jako specifické oblasti řídicího a kontrolního systému obchodníků s cennými papíry. **Nedá se tedy říci, že by řídicí a kontrolní systém finančních institucí upravovala komplexně novelizovaná ObezV, ačkoliv se tak přijatá novelizace snažila působit.** Právě uvedené oblasti, které upravuje PravISV, ovšem nejsou jedinými specifiky poskytování investičních služeb, minimálně v tom smyslu, jak to lze dovodit z

příslušné evropské úpravy. Pokud chtěl zákonodárce opravdu rozlišit „obecnou“ a „zvláštní“ úpravu řídicího a kontrolního systému, měl nejprve teoreticky a systematicky uchopit otázku, jaké oblasti a proč lze v souvislosti s řídicím a kontrolním systémem považovat za specifika poskytování investičních služeb. Novelizace tedy byla v tomto směru nedůsledná.

Řešení otázky, zda bude nějaký dílčí problém upraven v jednom či ve více právních předpisech, je řešení arbitrární a nedá se tedy říci, že některá varianta je správná a spravedlivá a jiná chybná a nespravedlivá. Každé řešení však musí být řádně a argumentačně racionálně odůvodněno, zejména jde-li o řešení, které zásadním způsobem mění *status quo* a má dopad na právní jistotu i hospodářskou situaci dohlížených subjektů. V tomto ohledu však zavedení režimu ObezV jako základu obezřetnostních pravidel na českém finančním trhu selhalo. Mezi základní nedostatky této právní úpravy obecně patří:

- úprava obsažená v § 7 odst. 2 ObezV je již obsažena na úrovni ZPKT, a to v § 12a odst. 3 a 4,
- úprava obsažená v § 8 ObezV je předmětem § 12a odst. 2 ZPKT,
- úprava outsourcingu obsažená v § 11 ObezV nerespektuje požadavky stanovené MIFID a ID. Základ úpravy obsahuje ZPKT v § 12d a ObezV není v žádném případě provedením tohoto ustanovení,
- povinnosti stanovené v § 12 ObezV dozorčímu orgánu a v § 14, 15 a 16 představenstvu nerespektují skutečnost, že ID stanoví tuto povinnost vedoucím osobám, které jsou jasně definovány. Tuto definici nenaplnjuje ani „vrcholné vedení“ dle § 17 ObezV,
- § 20 ObezV ilustruje skutečnost, že novelizace nerespektovala specifika poskytování investičních služeb, neboť při stanovení oblastí souvisejících se střetem zájmů neuvádí ani jeden případ, který by se týkal rizika střetu zájmů při poskytování investičních služeb,
- díl 2 (řízení rizik) ObezV vedle terminologických odlišností neobsahuje mj. požadavek na zřízení nezávislé funkce pro řízení rizik (článek 7 odst. 2 ID),
- § 32 ObezV, který je pokusem o úpravu *compliance* ve smyslu článku 6 ID, neobsahuje mj. podstatné povinnosti stanovené v článku 6 odst. 3 ID. Není rovněž zdůrazněna stálost, účinnost a nezávislost funkce *compliance* ve smyslu článku 6 odst. 1 ID a
- § 32 ObezV při vymezení interního auditu nerespektuje požadavky článku 8 ID.

I z tohoto stručného přehledu nedostatků je evidentní, že česká právní úprava naplňovala některá klíčová ustanovení směrnic MiFID a ID pouze do zrušení Vyhlášky 237. V současné době není řada požadavků na obezřetnostní pravidla v českém právním řádu zavedena, jak mj. uvidíme i v následující části této disertační práce.

4. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – Hmotněprávní aspekty

V této části disertační práce se v rámci výše vymezeného metodického přístupu a ve vymezeném rozsahu věnuji jednotlivým obezřetnostním pravidlům, a to jak na úrovni evropské, tak na úrovni tuzemské právní úpravy. Pro systematické zpracování komplexní problematiky zde využívám výše navržených skupin pravidel, tedy řídicí a kontrolní systém, pravidla pro střet zájmů, pravidla outsourcingu a pravidla ochrany majetku. Zvýšenou pozornost přitom věnuji reflexi problematiky střetu zájmů. V závěru každého dílčího segmentu finančního trhu je obsaženo zhodnocení hmotněprávní úpravy doplněné tabulkou vyjadřující její pozitiva (+ až +++) a negativa (- až ---) v kategoriích právní jistoty, aplikace a souladu s evropskou právní úpravou.

4.1. Poskytovatelé investičních služeb

4.1.1. Evropská právní úprava

V rámci podmínek a postupů pro udělení povolení upravuje směrnice MiFID základní pravidla týkající se organizačních požadavků na poskytovatele investičních služeb. Směrnice ID, která provádí směrnici MiFID, *pokud jde o organizační požadavky a provozní podmínky investičních podniků* by dle svého zamýšleného účelu¹⁷⁹ měla představovat prováděcí předpis, který podrobněji upravuje mj. základní skupinu obezřetnostních pravidel stanovenou v čl. 13 MiFID (ID tak evidentně rozumí organizačními pravidly pravidla obezřetnostní a provozními podmínkami pravidla jednání¹⁸⁰). Ne vždy jsou však ustanovení směrnice ID pouhým provedením MiFID, resp. v případě celé řady obezřetnostních pravidel jde o stanovení pravidel zcela nových. Proto také způsob implementace zvolený tuzemským zákonodárcem, tedy MiFID (více méně) prostřednictvím novelizace ZPKT a ID prostřednictvím vyhlášek, není úplně šťastný, jak je poukázáno dále. Z obou uvedených směrnic lze dovodit následující systém obezřetnostních pravidel:

4.1.1.1. Řídicí a kontrolní systém

a) organizační požadavky

¹⁷⁹ Recital 3 a 4 ID *Je nezbytné přesně stanovit konkrétní organizační požadavky a postupy pro investiční podniky poskytující takové služby a vykonávající takové činnosti. Zejména je zapotřebí stanovit přísné postupy v takových záležitostech, jako je compliance, řízení finančních rizik, vyřizování stížností, osobní obchody, outsourcing a identifikace, řízení a zveřejňování střetu zájmů...Organizační požadavky a podmínky vydávání povolení pro činnost investičních podniků by měly být formulovány v podobě sady pravidel, která zajistí jednotné uplatňování příslušných ustanovení směrnice 2004/39/ES.*

¹⁸⁰ Výjimku tvoří čl. 51 ID, který je provedením čl. 13 odst. 6 MiFID a týká se uchovávání záznamů.

Do této skupiny pravidel zahrnují primárně povinnost (i) vytvořit, zavést a udržovat rozhodovací postupy a organizační strukturu, která jasným a zdokumentovaným způsobem upřesní hierarchické vztahy subordinační a rozdělí úkoly a zodpovědnost (dále stručně jen „**struktura řízení**“), (ii) vytvořit, zavést a udržovat účinný systém vnitřního hlášení a předávání informací na všech relevantních úrovních investičního podniku (dále stručně jen „**systém vnitřní komunikace**“¹⁸¹) a (iii) zajistit, aby výkon většího počtu úkolů jeho příslušnými osobami nebránil ani pravděpodobně těmto osobám v náležitém, čestném a profesionálním plnění kteréhokoli konkrétního úkolu (dále stručně jen „**neslučitelnost funkcí**“).

Směrnice ID zařazuje systematicky mezi obecné organizační požadavky rovněž další skupinu pravidel, která však z funkcionálního pohledu patří do rámce organizační struktury pouze okrajově. V tomto případě jde o povinnost (iv) vytvořit, zavést a udržovat přiměřené **vnitřní kontrolní mechanismy** určené k zajištění plnění rozhodnutí a dodržování postupů na všech úrovních investičního podniku, která podle mého názoru patří do skupiny compliance, obdobně jako povinnost (v) zajistit, aby jejich příslušné osoby věděly, jaké postupy musí dodržet, pokud se chtějí řádně zhostit svých povinností (dále stručně jen „**znalost příslušných osob**“).

Zcela specifickými povinnostmi jsou pak v tomto ohledu povinnost (vi) zaměstnávat personál s takovými dovednostmi, vědomostmi a odbornými znalostmi, jaké jsou potřebné ke splnění přidělených povinností (dále jen „**odbornost osob**“) a (vii) vést přiměřenou a řádnou evidenci o svém podnikání a vnitřní organizaci (dále jen „**archivační povinnost**“). Archivační povinnost vyjádřená v ID se však neshoduje s čl. 13 odst. 6 MiFID, podle něhož *Investiční podnik zajistí, aby o všech jím prováděných službách a transakcích byly vedeny záznamy, které příslušnému orgánu umožní sledovat plnění požadavků této směrnice, a zejména ověřit, zda investiční podnik plní všechny povinnosti vůči klientům nebo potenciálním klientům.* MiFID se zde omezuje pouze na archivační povinnost v souvislosti s pravidly jednání vůči zákazníkům.

V rámci čl. 5 zařadila ID také některá pravidla, která by vzhledem ke svému obecnému vztahu k obezřetnostním pravidlům jako takovým měla být zařazena spíše do MiFID. Jedná se

¹⁸¹ Viz také § 12b odst. 1 písm. e) ZPKT.

o (viii) obecný požadavek na **proporcionalitu**¹⁸² a o (ix) obecnou povinnost **sledování a vyhodnocování** organizačních opatření.¹⁸³ V důsledku systematického zařazení se však požadavek na proporcionalitu vztahuje pouze k problematice upravené v čl. 5 odst. 1 ID a požadavek sledování a vyhodnocování pouze k věcnému rozsahu čl. 5 odst. 1 – 4 ID.

Mezi organizační požadavky je třeba zařadit rovněž čl. 9 ID, tedy některé (x) **povinnosti vedoucích osob**. Vedoucí osobou je třeba podle čl. 2 odst. 9 ID rozumět *osoby, které skutečně řídí práci*¹⁸⁴ *investičního podniku*. Na úrovni organizační struktury má být především zajištěno, že vedoucí osoby odpovídají za soulad činnosti společnosti s povinnostmi MiFID. K tomu jim má sloužit povinnost vyhodnocovat a průběžně posuzovat účinnost strategií a postupů zavedených za účelem plnění těchto povinností a přijímat odpovídající opatření k nápravě případných nedostatků. Z obdobného důvodu mají také dostávat nejméně jednou ročně písemné zprávy z oblasti *compliance*, řízení rizik a vnitřního auditu, stejně jako případný dozorčí orgán. Dozorčím orgánem rozumí ID (čl. 9 odst. 4) *funkci v rámci investičního podniku, jejíž vykonavatel odpovídá za dozor nad vedoucími osobami*.

Podle čl. 13 odst. 4 MiFID *Investiční podnik přijme přiměřená opatření k tomu, aby zajistil nepřerušené a řádné poskytování investičních služeb a výkon investičních činností. K tomuto účelu využívá vhodné a přiměřené systémy, zdroje a postupy*. Provedením této povinnosti je čl. 5 odst. 3 ID. Jedná se o povinnost (xi) zavést **tzv. bussiness continuity management**.

Směrnice ID zařazuje do organizačních požadavků také (xi) **ochranu informací** (čl. 5 odst. 2 ID) a (xii) **problematiku účetnictví** (čl. 5 odst. 4 ID).

b) compliance

Směrnice ID upravuje ve svém čl. 6 podrobnosti týkající se *compliance*, což jsou strategie a postupy k odhalování případného rizika, že poskytovatel investičních služeb nesplní své povinnosti, opatření a postupy minimalizující takové riziko a umožňující příslušným orgánům účinný výkon jejich pravomocí. V případě *compliance* je rovněž zavedena speciální zásada proporcionality, a to v čl. 6 odst. 1 ID. Od poskytovatelů investičních služeb je však

¹⁸² Členské státy zajistí, aby investiční podniky za tímto účelem zohlednily povahu, rozsah a složitost předmětu podnikání podniku, jakož i povahu a škálu investičních služeb a investičních činností vykonávaných v průběhu tohoto podnikání.

¹⁸³ Členské státy vyžadují od investičních podniků, aby průběžně sledovaly a vyhodnocovaly přiměřenost a účinnost svých systémů, vnitřních kontrolních mechanismů a opatření zavedených podle odstavců 1 až 4 výše a přijaly vhodná opatření k nápravě případných nedostatků.

¹⁸⁴ Spíše „činnost“. Viz čl. 9 MiFID.

vyžadováno, aby vždy měli zřízenou stálou a účinnou funkci *compliance*, která bude nezávislá a bude pověřena plněním dvou základních úkolů, a to sledovat a pravidelně vyhodnocovat přiměřenost a účinnost opatření a postupů přijatých podle čl. 6 odst. 1 ID a kroků učiněných za účelem řešení případných nedostatků v plnění povinností poskytovatele investičních služeb a radit a pomáhat příslušným osobám, které odpovídají za výkon investičních služeb a činností, v plnění povinností poskytovatele investičních služeb.

Směrnice ID v čl. 6 odst. 6 také stanoví základní podmínky kladené na „osobu vykonávající funkci *compliance*“, které musí být splněny, aby funkce *compliance* řádně plnila své poslání. Jde o povinnost, aby uvedená osoba měla nezbytnou autoritu, zdroje, odborné znalosti a přístup ke všem příslušným informacím, byla jmenována a odpovídala za výkon funkce *compliance* i za plnění informačních povinností týkajících se *compliance*, neúčastnila se výkonu služeb či činností, jež sleduje a aby způsob určování její odměny nebyla „ani pravděpodobně“ na újmu jejich objektivit. Poslední dvě podmínky nemusí být splněny, ovšem v tom případě je důkazní břemeno přeneseno na poskytovatele investiční služby, který musí prokázat, že *vzhledem k povaze, rozsahu a složitosti jeho předmětu podnikání i vzhledem k charakteru a škále investičních služeb a činností je požadavek uvedený v tomto bodě neúměrný a že jeho funkce compliance je nadále vykonávaná účinně*.

V červnu 2012 vydal ESMA pod č. ESMA/2012/388 *Obecné pokyny k určitým aspektům požadavků směrnice MiFID na funkci compliance*, a to podle čl. 16 Nařízení ESMA. Tyto pokyny za účelem jednotného výkladu a používání relevantních evropských a národních právních předpisů upřesňují některé otázky vztahující se k funkci *compliance*, nicméně v řadě případů jde o jednoznačné rozšiřování¹⁸⁵ působnosti směrnic a tím i národních právních předpisů, např. vedle investičních služeb na „doplňkové služby“, kontrolu vyřizování stížností, předkládání *compliance* zpráv orgánům dohledu, požadavků na nezávislost¹⁸⁶ a možnosti slučování výkonu funkce *compliance* s výkonem jiných kontrolních funkcí.

c) řízení finančních rizik

Základními povinnostmi poskytovatelů investičních služeb v souvislosti s řízením finančních rizik jsou podle čl. 7 ID především zavést a udržovat přiměřené strategie a postupy pro řízení finančních rizik, přijmout účinná opatření, procesy a mechanismy k řízení rizik

¹⁸⁵ Byť ne v tak markantním rozsahu jako v případě *Obecných pokynů k určitým aspektům požadavků směrnice MiFID ohledně vhodnosti*.

¹⁸⁶ V případě obecné pokynu č. 7 se paradoxně vrací požadavek na jmenování jednoznačně stanovený v § 6 odst. 1 zrušené Vyhlášky 258

spojených s činnostmi, procesy a systémy podniku z hlediska úrovně rizikové tolerance a monitorovat přiměřenost a účinnost svých strategií a postupů.

Při dodržení zásady proporcionality podle čl. 7 odst. 2 ID mají poskytovatelé investičních služeb povinnost zřídit a udržovat funkci pro řízení finančních rizik, jejíž vykonavatel jedná nezávisle a provádí strategie a postupy pro řízení rizik a podává hlášení a rady vedoucím osobám. V případě, že není zřízení funkce řízení finančních rizik nezbytné, musí poskytovatel investiční služby prokázat, že jeho strategie a postupy pro řízení rizik uspokojují požadavky uvedené ve směrnici a jsou trvale účinné.

d) interní audit

Podobně jako v předchozích případech je i v případě interního auditu na základě principu proporcionality vyžadováno, aby poskytovatelé investičních služeb zřídili a udržovali funkci auditu, která je oddělena od jiných funkcí a činností investičního podniku, je na nich nezávislá a jejíž vykonavatel vypracovává, provádí a udržuje plán auditu zaměřený na posouzení a zhodnocení přiměřenosti a účinnosti systémů, vnitřních kontrolních mechanismů a opatření investičního podniku, vydává doporučení na základě výsledků své práce, ověřuje dodržování těchto doporučení a podává zprávy týkající se záležitostí interního auditu vedoucím osobám.

e) osobní obchody

V rámci provedení čl. 13 odst. 2 MiFID zavádí ID podrobnější pravidla pro tzv. osobní obchody velmi široce definovaných (čl. 2 odst. 3 ID) „příslušných osob“. Čl. 11 ID obsahuje vymezení osobních obchodů, čl. 12 ID pak vyžaduje, aby poskytovatelé investičních služeb zavedli a udržovali přiměřené mechanismy, jejichž cílem je zabránit vymezeným způsobům jednání příslušné osoby, která je zapojena do činností, z nichž může vzniknout střet zájmů, nebo která se při vykonávání činností jménem podniku dostane do styku s citlivými informacemi ve smyslu čl. 1 odst. 1 MAD nebo s jinými důvěrnými informacemi o zákaznících nebo o obchodech se zákazníky či pro zákazníky. Čl. 12 odst. 2 ID stanovuje smysl právě uvedených opatření, tedy cíl regulace osobních obchodů.

4.1.1.2. Pravidla pro střet zájmů

Střet zájmů je jedním ze strukturálních rysů současných finančních trhů, neboť tyto trhy jsou charakterizovány především rostoucím podílem finančního zprostředkování různého druhu při obchodech na finančních trzích probíhajících. Finanční zprostředkovatelé zde vystupují v mnoha podobách, mj. jako protistrany, obhospodařovatelé, provádějí příkazy

zákazníků, umožňují přístup na regulované trhy apod. Dalším charakteristickým rysem finančních trhů je rostoucí koncentrace finančních zprostředkovatelů a vytváření multifunkčních nadnárodních konglomerátů, což riziko vzniku a zneužití situací střetu zájmů zvyšuje. Od právní úpravy finančního trhu se kromě jiného očekává, že poskytne účinné nástroje k efektivnímu zvládnutí problémů, které jsou se střetem zájmů spojeny. Charakteristickým rysem právní úpravy finančního trhu je pak jednak to, že se snaží držet krok s rychlým vývojem finančních „produktů“, což se někdy projevuje na kvalitě takové právní úpravy (veřejnoprávní složka), jednak skutečnost, že vedle veřejnoprávní regulace se na oblast finančních trhů aplikují klasické právní instituty, jejichž přizpůsobení současným požadavkům efektivního fungování finančních trhů je pozvolné (soukromoprávní složka) a klade tedy zvýšené nároky na ty, kdo právo tvoří, interpretují a aplikují.

I. Obecné otázky střetu zájmů

Podle řady autorů je střet zájmů charakteristickým a nevyhnutelným rysem poskytování finančních služeb v tržní ekonomice (např. Casey, Lannoo 2009: 91, Boatricht 2001: 217, Moloney 2010: 194) a zejména pak na finančních trzích, kde v důsledku ekonomické efektivnosti vznikly finanční instituce, které v rámci jednoho právního subjektu poskytují celou škálu různorodých finančních služeb.¹⁸⁷ Střet zájmů se tedy nutně musel stát předmětem regulatorního zájmu finančního práva stejně jako řada dalších aspektů poskytování finančních služeb. Např. podle Llewellyna (1999: 21 – 22, dále také např. Dědič 2000: 206) je právě střet zájmů jedním z případů tržního selhání a proto jedním z důvodů pro regulaci finančních trhů.¹⁸⁸ Právní úprava střetu zájmů je pak považována za důležitou součást širší oblasti ochrany investora¹⁸⁹, ačkoliv nelze přehlížet další její nezanedbatelný rys, a to zajišťování efektivity finančního trhu jako celku.¹⁹⁰

II. Vymezení střetu zájmů

II. I. Jednání za jiného

¹⁸⁷ Srov. recital 29 MiFID: *Rozšiřující se spektrum činností, které mnohé investiční podniky vykonávají současně, zvyšuje potenciál vzniku střetu zájmů mezi různými činnostmi a zájmy klientů. Je proto nutné stanovit pravidla k zajištění toho, že takové střety nepříznivě neovlivní zájmy klientů.*

¹⁸⁸ Obecně k důvodům regulace viz bod 1.2.1

¹⁸⁹ srov. např. recital 29 MiFID nebo návrh MiFID II

¹⁹⁰ Z tohoto pojetí vychází primárně např. Kruithof 2005.

Střetu zájmů se však nevyskytuje pouze v oblasti finančních služeb, ale je v různé intenzitě odpovídající konkrétním případům v jádru jakéhokoliv jednání za jiného.¹⁹¹ Na nejzákladnější rovině jsou právní otázky spojené s jednáním za jiného výrazem společenské reality, v níž žádná společenská skupina nemůže přežít, aniž by se její členové spoléhali do určité míry jeden na druhého minimálně v tom ohledu, že druhý mluví pravdu a dodrží své sliby (Frankel 2012: 1). Toto spoléhání se a důvěra s tím spojená pak představují riziko pro ty, kteří tuto důvěru musí v ostatní vkládat a právo je jedním ze způsobů efektivního řízení takového rizika. Otázky spojené s problematikou jednání za jiného jsou v ekonomické teorii vyjádřeny jako tzv. problémy zmocnění (*agency problems*), které vznikají v každém vztahu mezi příkazcem (*principal*) a příkazníkem (*agent*), pokud tento vztah zahrnuje delegaci určité rozhodovací (pravo)moci z příkazce na příkazníka. Relevantním metodologickým konceptem k uchopení problému střetu zájmů je pak z pohledu ekonomické teorie tzv. *agency theory* (viz např. Fama 1980, Mehran, Stulz 2006, zajímavým způsobem aplikuje *law and economics* přístup k právu obchodních společností také Richter 2008) a teorie na ní navazující. Jaký koncept však zvolit v případě střetu zájmů v oblasti práva? Podle mého názoru je tímto konceptem na nejobecnější rovině právě právní úprava jednání za jiného upravená na několika místech právního řádu, v případě českého práva zejména pak v institutu zastoupení a v několika druzích příkazních smluv v oblasti soukromého práva včetně souvisejících právních principů (v tom smyslu, jak o nich píše Bejček 2007: 613) a v různých veřejnoprávních povinnostech rozptýlených zejména v ustanoveních ZPKT.

II. II. Střet zájmů v právním smyslu

Ani evropská, ani česká právní úprava nedefinují, co se střetem zájmů rozumí, což se jednak dostává do určitého rozporu s požadavkem na jednoznačnost právních norem, jednak může vést k intuitivnímu chápání právní úpravy střetu zájmů ze strany adresátů právních norem i orgánů aplikujících právo. V nejširším smyslu může být střet zájmů chápán jako situace, kdy výběr určité možnosti jednání s sebou nese preferenci určitých zájmů před zájmy jinými. V tomto smyslu je každé lidské jednání otázkou diskriminace jedněch variant před variantami jinými a přesně to je také v jádru ekonomie jako vědy o lidském jednání a také v

¹⁹¹ V textu pro zjednodušení užívám obecné slovní spojení jednání za jiného, ačkoliv je zřejmé, že při poskytování investičních služeb jako faktické činnosti bez přímého vztahu ke klasickým právním institutům, nemusí jít vždy o právní zastoupení *stricto sensu*. Podle mého názoru se principy v tomto textu zmíněné vztahují k jednání jakýchkoliv zástupců/reprezentantů zájmů zastoupeného, ať už jsou či nejsou oprávněni za zastoupeného činit právní úkony. Ve stejně obecném smyslu užívám označení příkazce a příkazník, ačkoliv právní základ konkrétního právního vztahu může být ve skutečnosti mandátní, komisionářský nebo nominátní.

jádro právní regulace společenského chování v tom ohledu, že právo by mělo stanovit, jak se v dané konfliktní situaci zachovat, resp. jaké chování je v daném případě v souladu s právem a jaké je s ním v rozporu. V tomto širokém smyslu se však právo k otázkám střetu zájmů z praktických důvodů nevztahuje a, budeme-li se dále zabývat pouze dvoustrannými právními vztahy, ne každý rozdíl zájmů smluvních partnerů je také střetem zájmů v právním smyslu.

Je tedy třeba mít na paměti, že existuje rozdíl mezi “obyčejným” a “právem kvalifikovaným” střetem zájmů. Obyčejný střet zájmů zahrnuje prakticky každá situace, kdy do smluvního vztahu vstupují dvě protistrany, a podstatou řešení takového střetu je dobrovolný souhlas obou stran, který je výsledkem vyjednávání o obsahu smlouvy, kontraktačního procesu. Kvalifikovaným se takový střet zájmů stává tehdy, když existuje nějaký zvláštní důvod, proč podřídit zájem jedné strany zájmu strany druhé. Tímto zvláštním důvodem budou většinou takové skutkové okolnosti, které podle názoru zákonodárce zakládají jiný režim než běžné právní vztahy založené na rovnosti účastníků, resp. na rovnosti jejich zájmů. Jedním z důvodů pro kvalifikovaný střet zájmů je takový vztah mezi protistranami, kdy jedna strana jedná za druhou a má tak povinnost jednat v jejím zájmu, neboť je v ní vkládána určitá míra důvěry (Nelson 2008: 146). V právním smyslu vzniká tedy střet zájmů tehdy, když se určitá osoba nachází v situaci, kdy má zvolit mezi různými variantami jednání, přičemž má právní povinnost jednat v zájmu někoho jiného a rozhodnutí, které učiní, má dopad na její vlastní zájem nebo dopad na zájem třetí osoby, vůči které má jednající rovněž právní povinnost jednat v jejím zájmu (Kruithof 2005: 2). Lze tedy rozlišit dva základní typy střetu zájmů, a to (i) střet vlastního zájmu a povinnosti vůči jinému (dále také „Typ I“) a (ii) střet povinností vůči několika jiným (dále také „Typ II“).¹⁹²

II. III. Obecná povinnost loajality¹⁹³

To, co charakterizuje určitou situaci jako střet zájmů v právním smyslu, je specifický obsah právní povinnosti, která existuje v právním vztahu, jehož podstatou je jednání za jiného, a

¹⁹² Z tohoto dělení vychází do určité míry také směrnice MiFID, který v článku 18 odst. 1 stanoví: *Členské státy vyžadují, aby investiční podniky přijaly veškerá přiměřená opatření ke zjištění střetů zájmů mezi podnikem...a jeho klienty nebo mezi dvěma klienty...*

¹⁹³ Ne vždy nám platné právo dokáže dát explicitní odpovědi na všechny naše otázky. V tom případě je třeba se uchýlit, jak jsem již částečně učinil výše, k hlubším strukturálním prvkům v podobě předpokladů, které formují daná právní pravidla, ale nemusí být vždy přímo a plně v těchto pravidlech artikulována. Tyto hlubší strukturální prvky označíme v návaznosti na terminologii sociálních věd jako jednotlivé diskursy finančního práva. Tyto diskursy zahrnují právní principy, teleologické prvky, akty aplikace práva i tržní praxi, což mj. znamená, že se vyvíjejí v čase. Diskursy poskytují konkrétním právním normám smysl a účel a jsou významným výkladovým prostředkem i teoretickým nástrojem. Koncept střetu zájmů pak podle Benjaminové (2010: 5) spadá do tzv. fiduciárního diskursu, jehož charakteristickým rysem je dobrá víra (viz k tomu dále, obecně k dobré víře jako základnímu soukromoprávnímu principu srov. také Tégl 2006: 99) a nepochybně také povinnost loajality.

kterou je možné v nejobecnější rovině označit jako povinnost loajality k jiné osobě (Kruithof 2005: 3). V českém právu může pak tato povinnost být podle mého názoru na nejobecnější rovině dovozována z charakteru obstaravatelského¹⁹⁴ vztahu, především z § 725 OZ (dnes § 2430 NOZ): *Z celkového pojetí příkazu (mandátu) vyplývá, že jde o závazkový právní vztah založený na vzájemné důvěře a věrnosti...Mlčení současného občanského zákoníku si nelze v žádném případě vyložit tak, že by na princip věrnosti rezignoval. I bez výslovného ustanovení zákona lze povinnost příkazníka jednat poctivě a s péčí řádného hospodáře dovodit ze samotného pojmu příkazu, v rámci nějž příkazník vykonává svou činnost pro příkazce, tedy v jeho zájmu* (Švestka 2009: 2202); a také z obecného ustanovení § 22 odst. 2 OZ (dnes § 437 NOZ) *Zastupovat jiného nemůže...ten, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy zastoupeného.*

Pro nedostatek explicitního vyjádření v zákoně dovozovali také Dědič a Štenglová (1997: 221), že *Povinnost jednat s odbornou péčí zahrnuje nejen dodržování všech právních povinností při provádění příkazů, ale i povinnost při volbě možných variant chování vybrat tu, která je pro zákazníka nejvýhodnější* (tedy sledovat zájem zákazníka). *Z toho lze i vyvozovat, že obchodník s cennými papíry je povinen učinit vše, aby se dostatečně seznámil se zájmy svého zákazníka.*

Podle Dědiče a Lasáka (2010: 1352) je povinnost loajality součástí povinnosti vykonávat funkci člena představenstva s péčí řádného hospodáře. Tuto povinnosti dovozovali uvedení autoři především z ustanovení ObchZ, který ukládá mandatáři povinnost vykonávat činnost, k níž se zavázal, v souladu se zájmy mandanta, jež zná nebo musí znát. Podobně upozorňuje na povinnost loajality a na její smluvní původ i úzkou souvislost se zásadou dobré víry Čech (2009: 54). Také Pelikánová (1999: 41) uvádí: *Ohled na zájem mandanta musí být vůdčím motivem celé mandatářovy činnosti. Toto pravidlo je zároveň pravidlem etickým. Jakmile by mandant dal přednost svému zájmu před zájmem mandanta, dopustí se porušení etického i právního pravidla, jeho jednání bude mít za následek vznik právní odpovědnosti a zpravidla i vznik disciplinární povinnosti, jedná-li se o svobodné povolání...V právu obchodních společností je konkretizací povinnosti vykonávat činnost v souladu se zájmy mandanta princip přednosti zájmu společnosti před zájmy členů orgánů i před zájmy jednotlivých společníků.*

¹⁹⁴ Smlouvy o cenných papírech upravuje Část druhá. ZCP, včetně smluv obstaravatelských. Odpovědi na otázky neobsažené v ZCP je pak třeba hledat v ObchZ, příp. v obecné úpravě OZ. Ke smlouvám o cenných papírech viz Dědič, Štenglová 1997: 35 a násl., Dědič a kol. 2000: 391 a násl., Dědič, Pauly 1994: 155 a násl., Kotásek a kol. 2005: 647.

V právu obchodních společností lze považovat judikaturu i odbornou literaturu týkající se povinnosti loajality, resp. povinnosti vykonávat činnost s péčí řádného hospodáře, na rozdíl od reflexe právních problémů vyskytujících se u ostatních příkazníků, za poměrně bohatou (vedle již citovaných autorů viz např. Havel 2007, Čech 2007, Čech 2009, Bejček 2007 a další).

Podle mého názoru lze povinnost loajality analogicky vztáhnout na všechny obdobné případy jednání za jiného, kde je přítomen prvek důvěry v rámci svěření moci nad záležitostmi tohoto jiného a kde se projevuje problematika efektivní kontroly příkazníka (viz pak korektiv platné právní úpravy uvedený v bodu V. této části). *Souběh odbornosti a loajality se zdá být obecnější zásadou obstaravatelských smluv. Spravuje-li někdo cizí záležitosti, nelze jeho mandát pojmově redukovat jen na výslovné pokyny principála, ale stálý respekt k jeho zájmům se musí prostě předpokládat* (Bejček 2007: 615). Povinnost loajality je v tomto smyslu základem právních vztahů, pro které se v řadě právních řádů používá označení fiduciární¹⁹⁵ (a jedním ze základních příkladů fiduciární povinnosti je právě povinnost mandatářů - členů statutárních orgánů obchodních společností¹⁹⁶). Obdobný názor, tedy, že vztah mezi finančním zprostředkovatelem (příkazníkem) jako osobou jednající za zákazníka (příkazce), resp. v jeho zájmu, a zákazníkem má fiduciární povahu, zastává např. Pihera (2011: 35). Tentýž autor pak uvádí, že *Zatímco právní řády common law postihují tyto vztahy v rámci konceptu trustu, který se podrobně zabývá i aspekty využití svěřených informací, v oblasti ius commune nejsou tyto svojí povahou v zásadě fiduciární vztahy jasně koncepčně ukotveny a jsou řešeny spíše partikulárními pravidly*. V systému common law je tedy fiduciárnost vztahu mezi finančním zprostředkovatelem a zákazníkem brána jako samozřejmost (viz např. Frase 2008, Band 2006, Boatright 2001, Frankel 2011), zatímco v kontinentálním právním systému lze hovořit pouze o dílčích projevech fiduciárnosti v některých právních normách. Jejich fiduciární povahu však lze považovat za důležitý výkladový a teoretický nástroj především tam, kde litera zákona nedává jednoznačnou odpověď. V tomto ohledu lze pak takové právní instituty zařadit do fiduciárního diskursu finančního práva (viz poznámka č. 193).

¹⁹⁵ Rozhodnutí ve věci Bristol & West Building Society v Mothew citováno v Band 2008: 678 *A fiduciary is someone who has undertaken to act for or on behalf of another in a particular matter in circumstances which give rise to a relationship of trust and confidence. The distinguishing obligation of a fiduciary is the obligation of loyalty. The principal is entitled to the single-minded loyalty of his fiduciary.*

¹⁹⁶ Literatura pak tuto kvalitu označuje fiduciárními povinnostmi a klade mezi ně povinnost náležitě (rozumně i informovaně) péče a povinnost loajality, resp. konání v nejlepší zájmu společnosti (Havel 2007: 414).

Na základě výše uvedeného můžeme tedy uzavřít, že ke střetu v právním smyslu může dojít tehdy, má-li příkazník povinnost loajality k příkazci a tato povinnost se dostává do konfliktu s jeho vlastním zájmem nebo se zájmem jiného příkazce, vůči kterému má příkazník rovněž povinnost loajality. Povinnost loajality existuje pak podle mého názoru podpořeného také výše uvedenou odbornou literaturou jako obecný právní princip jednání za jiného i v českém právním řádu. Je však třeba zdůraznit, že původ povinnosti loajality je v kontinentálních právních řádech smluvní a tato povinnost může být tedy v konkrétních případech modifikována smluvními stranami za účelem jejího přizpůsobení okolnostem takových případů a s ohledem na tyto okolnosti musí být také posuzována. Existence obecné povinnosti loajality však není řešením situací, ve kterých dochází ke střetu zájmů, je totiž jejich příčinou. Řešením by pak měl být specifický obsah povinnosti loajality, na základě kterého by se dalo určit, jak se v dané situaci zachovat. Základní charakter povinnosti loajality je stále stejný – příkazník musí jednat v zájmu příkazce. Konkretizace této povinnosti se však může lišit, mj. v závislosti na obsahu daného smluvního vztahu.¹⁹⁷

III. Obecné právní otázky spojené s koncepcí střetu zájmů

III. I. Exkurz k fiduciárnímu právu

V předchozích odstavcích jsem uvedl, že základní povinností v případě jednání za jiného je povinnost loajality (věrnosti), která základním prvkem tzv. fiduciárního právního diskursu. Fiduciární právo jako takové je výsledkem dlouhého historického vývoje, vychází primárně z precedenčního systému *common law* a poněkud odlišných kořenů a předpokladů, než povinnosti loajality v právu kontinentálním (především však nabízí jiné možnosti nápravy v případě porušení fiduciární povinnosti, nevyžaduje poškození příkazce apod.). Koncepčních odlišností fiduciárního práva *stricto sensu* jsem si plně vědom, nicméně pro tuto práci nepovažuji jejich hlubší zkoumání a akcentování za nutné. Problémy, které fiduciární právo řeší, se totiž vyskytují ve všech právních systémech a lze mít za to, že principy, na kterých fiduciární právo stojí, jsou do značné míry obsaženy i v právu kontinentálním, neboť oba

¹⁹⁷ Velmi silně je povinnost loajality akcentována především u advokátů. Srov. důvody odmítnutí poskytnutí právních služeb podle § 19 odst. 1 zákona č. 85/1996 Sb., o advokacii. Ustanovení § 16 odst. 1 tohoto zákona lze považovat za obecné stanovení povinnosti loajality, ustanovení § 19 odst. 1 pak za specifický obsah této povinnosti, mj. povinnost odmítnout jednat v případě, že advokát *v téže věci nebo ve věci související již poskytl právní služby jinému, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy toho, kdo o poskytnutí právních služeb žádá* nebo *zájmy toho, kdo o poskytnutí právních služeb žádá, jsou v rozporu se zájmy advokáta nebo osoby advokátovi blízké*. Takto jednoznačnou specifikaci povinnosti loajality však v případě právní úpravy poskytování investičních služeb v právním řádu nenacházíme.

právní systémy sledují stejný partikulární cíl, tedy ochranu těch, kteří se při zařizování svých záležitostí musí spolehnout na jiného (Frankel 2012: 2)¹⁹⁸.

Pro tuto práci tedy naopak považuji za relevantní podobnosti mezi *fiduciary law* a *agency law*, jak lze s určitým zjednodušením označit kontinentální reflexi problémů spojených mj. s povinností loajality při jednání za jiného. Důležité je uvědomit si a vždy mít na paměti, že fiduciární právo *stricto sensu* má svůj původ v právu vlastnickém a podle judikatury je skutečným projevem morálního (tedy především mimosmluvního) altruismu, zatímco fiduciární prvky kontinentálních právních řádů mají svůj původ ve smlouvě mezi dvěma či více stranami (viz výše)¹⁹⁹. Někteří anglosaští autoři (např. Ribstein 2011) ovšem doporučují v některých oblastech, včetně finančního zprostředkování, chápat původ fiduciárních povinností spíše restriktivně a navíc kontinentálním způsobem, tedy jako smluvní povinnost vycházející z konkrétní struktury smluvního vztahu. Fiduciární povinnosti pak vznikají pouze tam, kde dochází ke svěření majetku jinému k obhospodařování (správě), resp. k výkonu kontroly nad tímto majetkem, aniž by byly dostatečně určité stanoveny podmínky této správy (Ribstein 2011: 859) a jedním ze znaků takto chápané povinnosti je to, že neříká a nemůže říci přesně, jak má být v jejím rámci konkrétně postupováno (analogicky můžeme uvažovat o těchto znacích v otázkách povinností statutárních orgánů obchodních společností²⁰⁰, srov. také problematiku tzv. podnikatelského úsudku a nově úpravu správy cizího majetku v NOZ, kde se mimochodem stává standardem chování rovněž péče řádného hospodáře).

Aniž bych se vzhledem k rozsahu této části disertační práce mohl zabývat podrobnostmi, uvedu prvky, které judikatura i právní věda dovozují jako charakteristický obsah fiduciární povinnosti. Jsou jimi (Band 2006: 681): (i) *no conflict rule*, (ii) *no profit rule*, (iii) *undivided loyalty rule* a (iv) *duty of confidentiality*, přičemž nejpodstatnější jsou pro nás proskriptivní pravidla *no conflict rule*, tedy povinnost příkazníka nedostat se vůbec do situace, kdy by jeho

¹⁹⁸ ...výklad péče řádného hospodáře musí sledovat nejen národní vzorce a tendence, ale i ty evropské a světové. Víme-li, že fiduciární povinnosti jsou povinnosti, které zná snad celý relevantní svět, jedno z jaké právní rodiny ten nebo onen právní řád pochází, nepřekvapí úvaha, že se vlastně jedná o transplantát, který není a nemůže být národní. Správná aplikace národních pravidel tohoto typu je pak nutně výsledkem komparace a multidisciplinarity a každé národní právo se nutně musí infikovat právem cizím, aby mohlo přežít. – Havel 2007: 416.

¹⁹⁹ *civil-law jurisdictions connect the duty of loyalty to the obligations under a mandate contract, i.e. a contract whereby one party, the agent or mandatee, undertakes to perform a service for or manage the interests of the other party, the principal. The archetypical mandate is a mandate of representation, which empowers the agent to act on behalf of the principal* (Bahar 2007: 3).

²⁰⁰ ...fiduciární povinnosti jsou zde mj. proto, že smlouva, která mezi členem statutárního orgánu a společností vznikne, nemůže z povahy věci pamatovat na všechny varianty toho, co může nastat, a proto se formulují principy, které jsou implicitní součástí každé takové smlouvy, jedno jestli se na ně odkáže. (Havel 2007: 414).

zájmy byly v rozporu se zájmy příkazce a *undivided loyalty rule*, kdy se příkazník nesmí dostat do situace, kdy by jeho povinnost vůči jednomu příkazci byla v konfliktu se stejnou povinností vůči jinému příkazci.

Důsledné uplatňování těchto pravidel by však úplně znemožnilo fungování trhu finančního zprostředkování, kde převažují multifunkční finanční instituce, které mají značné množství zákazníků a obchodních protistran. Důsledně uplatňované fiduciární povinnosti by také znamenaly *ad absurdum* to, že by každý příkazce měl jednoho svého příkazníka a tento příkazník by neposkytoval své služby žádnému jinému příkazci. Veřejnoprávní regulace se tedy z právě uvedeného pragmatického důvodu, jak dále uvidíme, zaměřuje na řízení střetu zájmů a nikoliv na jejich eliminaci, přičemž se vzdaluje fiduciárnímu diskursu ve prospěch diskursu spotřebitelského (Benjamin 2010: 8). Také judikatura fiduciárního práva ovšem dospěla k řadě limitací striktní fiduciární povinnosti, přičemž z pohledu této práce je nejdůležitější (i) možnost vyvázat se *de facto* z fiduciární povinnosti plným informováním o všech podstatných skutečnostech a tedy získáním informovaného souhlasu příkazce a (ii) implicitní souhlas příkazce se způsobem fungování moderních finančních institucí, zejména se skutečností, že mají celou řadu zákazníků, jejichž zájmy se mohou lišit.²⁰¹ Tuto povinnost budu označovat fiduciární povinnosti *stricto sensu* v modifikované podobě.

III. II. Fiduciární vztahy a jejich obsah

Povinnosti, které jsou v oblasti práva finančního trhu spojeny s fiduciárními vztahy, jsou důsledkem povahy soukromoprávního vztahu mezi zákazníky a finančními institucemi, přičemž tento vztah je spojen se vztahem zvláštní důvěry (Pihera 2011: 35) a věrnosti. Tento vztah zvláštní důvěry a věrnosti soukromoprávního původu pak veřejné právo v různé míře uznává coby relevantní skutečnost z hlediska veřejnoprávní regulace (tamtéž), aniž by se však hlouběji zajímala o jeho podstatu nebo právní konsekvence z této skutečnosti plynoucí a nerespektuje například, že v případě některých investičních služeb není základem jejich poskytování zvláštní vztah důvěry a ani ono kvalifikované svěření uvedené v předchozím bodě. To ovšem neznamená, že tyto rozdíly neexistují a že nebudou reflektovány během *ex post* posuzování chování příkazníků.

²⁰¹ Srov. rozhodnutí ve věci *Kelly v. Cooper* citované v Frase 2008: 8.

Lze určit několik základních znaků, které jsou charakteristické pro fiduciární vztahy²⁰² (Frankel 2011: 6) a které byly obecně nastíněny výše, a to (i) příkazníci poskytují služby, k nimž je třeba určité speciální znalosti, (ii) příkazníkům je za účelem poskytování služby svěřen určitý majetek příkazce nebo moc nad jeho záležitostmi, (iii) takové svěřeni představuje riziko závadného chování příkazníka (zejména v důsledku absence možnosti efektivní kontroly). Stejně jako charakteristické znaky fiduciárních vztahů lze v teorii i v platném právu najít charakteristické obecné povinnosti smluvních příkazníků, které s těmi fiduciární do značné míry korespondují (v případě českého právního řádu viz dále bod V.). Jsou jimi (Beale 2008: 71 a násl.): (i) povinnost řídit se pokyny a nepřekročit zmocnění, (ii) povinnost postupovat s náležitou péčí a podle svých nejlepších schopností, (iii) dbát zájmů příkazce, (iv) povinnost loajality včetně povinnosti dát přednost zájmům příkazce před svým vlastním zájmem.

Vidíme tedy jednak to, že také povinnosti v rámci *agency law* zahrnují povinnost loajality, byť nikoliv v podobě *no conflict rule* jako fiduciární povinnosti *stricto sensu*, jednak skutečnost, že právní pravidla spojená s obecnými povinnostmi příkazníka jsou nezbytným výchozím bodem k právním pravidlům, která se týkají střetu zájmů. S ohledem na tyto strukturální prvky příkazních vztahů, zejména na povinnost loajality, jak jsme je právě vymezili v obecné rovině, pak můžeme posuzovat platnou právní úpravu střetu zájmů v oblasti zprostředkování na finančním trhu.

III. III. Základní otázky právní úpravy střetu zájmů

S ohledem na požadavek jednoznačnosti právních norem by měl každý právní řád, který chce regulovat střet zájmů, odpovědět na základní koncepční otázky, a to minimálně (i) co je střet zájmů, resp. kdy k němu dochází a (ii) jakým způsobem se má povinný subjekt v případě střetu zájmů zachovat. V následujícím textu se zaměříme na to, jakým způsobem jsou tyto otázky řešeny na úrovni evropské právní regulace poskytování investičních služeb a zda byla českého právního řádu tato pravidla transponována minimálně tak, aby byl zachován jejich smysl. V návaznosti na výše uvedené budeme dále rozlišovat (i) fiduciární povinnost *stricto sensu* obsahující *no conflict* a *undivided loyalty rule* v jejich modifikované podobě (viz výše bod III.I.) a (ii) fiduciární povinnost loajality spočívající nejen v povinnosti dbát zájmů příkazce, ale především v povinnosti dát těmto zájmům přednost před zájmy svými.

²⁰² Podle Frase 2008: 2 – 3 jsou fiduciárními vztahy zastoupení (*agency*), kvazizastoupení (*quasi-agency*) a poradenství (*advice*).

IV. Koncepce právní úpravy střetu zájmů v oblasti poskytování investičních služeb v právu Evropské unie

IV. I. Minimální harmonizace ISD a exkurz k české právní úpravě

Původní právní úprava střetu zájmů obsažená v ISD byla velmi stručná. Článek 10 ISD v souvislosti se zavedením konceptu pravidel obezřetného jednání vyžadoval, aby byl obchodník s cennými papíry strukturován a organizován tak, aby se riziko střetu zájmů mezi podnikem a jeho klienty nebo mezi klienty navzájem snížilo na minimum. Článek 11 ISD pak požadoval, aby se obchodník s cennými papíry pokusil vyhnout konfliktům zájmů a tam, kde se jim vyhnout nelze, zajistil, aby bylo klientům poskytnuto spravedlivé zacházení. ISD tedy jednak střet zájmů nedefinovala, jednak vycházela ze snahy o minimalizaci rizika konfliktu zájmů, nikoliv o vyloučení tohoto rizika nebo vyloučení střetu zájmů jako takového. Obchodník s cennými papíry se měl pouze pokusit se střetům zájmů vyhnout, a pokud se mu to nepodařilo, nemusel se zdržet daného jednání, ale pouze poskytnout zákazníkům spravedlivé zacházení, přičemž ke střetu zájmů Typu I se ISD nevyjadřovala vůbec. ISD tedy nestanovila ani fiduciární povinnost *stricto sensu*, ani fiduciární povinnost loajality. V důsledku požadavku minimální harmonizace bylo tedy na jednotlivých členských státech, aby upravily konkretizovaná a svým podmínkám přizpůsobená pravidla střetu zájmů.

ISD byla do českého právního řádu transponována především, ačkoliv byla nepochybně zohledňována již při přípravě dřívějších novelizací ZCP, prostřednictvím ZPKT, který, na rozdíl od ISD, vycházel z toho, že *Základním principem pravidel jednání se zákazníky je přednost zájmů zákazníka před zájmy obchodníka s cennými papíry a rovnost zákazníků*²⁰³, tedy z fiduciární povinnosti loajality a principu spravedlnosti. Obchodník měl jednak povinnost zavést postupy k omezení možnosti střetu zájmů mezi ním a svým zákazníkem nebo mezi svými zákazníky navzájem (obezřetnostní/prevenční pravidlo), jednak byl v případě, že se nelze vyhnout střetu zájmů, povinen dát přednost zájmům zákazníka před zájmy vlastními a při střetu zájmů zákazníků musel jednat spravedlivě. ZPKT tedy na rozdíl od ISD stanovil jednoznačnou povinnost dát přednost zájmům zákazníka (fiduciární povinnost loajality) a dokonce implicitní povinnost se střetu zájmů vyhnout (fiduciární povinnost *stricto sensu*). Tyto povinnosti byly v ZPKT obsaženy až do nabytí účinnosti zákona č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém

²⁰³ Důvodová zpráva k ZPKT.

trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony, kterým byla do českého právního řádu transponována směrnice MiFID.

Za povšimnutí také stojí, že podle ustanovení § 47b odst. 1 písm. g) ZCP účinného do 31. 12. 2000 platilo, že *Obchodník s cennými papíry je povinen odmítnout poskytnutí služby zákazníkovi, pokud by tímto mohlo dojít ke střetu zájmů mezi ním a jeho klientem nebo mezi jeho klienty navzájem; pokud při poskytování služby dojde ke střetu těchto zájmů, je povinen upřednostnit zájmy klienta před svými zájmy.* ZCP tedy jednak rozlišoval potenciální střet zájmů obou typů, kdy byla jednoznačně stanovena povinnost odmítnout poskytnutí služby (fiduciární povinnost *stricto sensu*), a aktuální střet zájmů Typu I, kdy byla stanovena jednoznačná povinnost upřednostnit zájem zákazníka před zájmem vlastním (fiduciární povinnost loajality). Zákonem 362/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony, bylo ustanovení § 47b odst. 1 písm. g) ZCP změněno na následující znění: *v případech, kdy se nelze vyhnout střetu zájmů, dát přednost zájmům zákazníků před zájmy vlastními, a tam, kde jde o střet zájmů zákazníků, zajistit, aby zákazníkům bylo poskytnuto spravedlivé zacházení.* Z důvodové zprávy k tomuto zákonu se bohužel nedozvídáme, proč k této změně došlo. Komise pro cenné papíry nicméně podle všeho stále vycházela z toho, že v případě střetu zájmů obchodník s cennými papíry odmítne službu poskytnout, neboť podle § 16 odst. 1 vyhlášky č. 466/2002 *Smlouva mezi obchodníkem a zákazníkem musí obsahovat upozornění, že obchodník odmítne poskytnutí požadované služby v celém rozsahu nebo částečně, pokud hrozí střet zájmů mezi obchodníkem a zákazníkem nebo mezi zákazníky obchodníka navzájem (§ 18), a upozornění, že obchodník neprovede pokyn, jestliže by na základě jeho provedení mohlo dojít k narušení průhlednosti finančního trhu (§ 13).* Podobná povinnost platila také podle § 16 odst. 1 vyhlášky 258/2004 Sb., tedy až do 30. 6. 2008.

Až do účinnosti transpozice směrnice MiFID (do 30.6.2008) tedy platila v českém právním řádu v oblasti veřejnoprávní regulace finančního zprostředkování tato pravidla: (i) obchodník s cennými papíry musí zajistit preventivní opatření proti vzniku střetu zájmů, (ii) obchodník s cennými papíry se musí pokusit vyhnout střetu zájmů, (iii) v případě potenciálního (hrozícího) střetu zájmů musí odmítnout zcela nebo částečně poskytnutí investiční služby a (iv) v případě aktuálního střetu zájmů Typu I musí upřednostnit zájmy zákazníka před zájmy vlastními a v případě aktuálního konfliktu Typu II jim musí poskytnout spravedlivé zacházení. V evropském právu pak platila až do účinnosti MiFID pouze pravidla podle bodu

(i) a podle druhé části bodu (iv). **Dřívější právní úprava byla tedy v otázkách střetu zájmů nepochybně jednoznačnější, než současné prevenční povinnosti obsažené v ZPKT v důsledku transpozice MiFID.**

IV. II. Právní úprava obsažená v MiFID

IV. II. I. Řízení střetu zájmů

MiFID v rámci harmonizace poskytování služeb na jednotném trhu a ve snaze přijmout pravidla k zajištění toho, že střety zájmů mezi činnostmi (!) a zájmy zákazníků nepříznivě neovlivní zájmy zákazníků (recital 29 MiFID) zavedl jednak organizační požadavky²⁰⁴, jednak pravidla, která lze díky jejich systematickému zařazení v MiFID označit jako pravidla předcházející pravidlům jednání ze zákazníky a která jsou obsažena v článku 18 MiFID. Na základě těchto ustanovení lze pak zobecnit, že pravidla pro střet zájmů na úrovni MiFID stojí na třech hlavních pilířích. Jsou to:

- (i) organizační opatření s cílem zajistit přijetí veškerých přiměřených opatření k tomu, aby střety zájmů vymezené v článku 18 MiFID neovlivnily záporně zájmy zákazníků (přiměřená „neutralizace“ záporného vlivu střetu zájmů s ohledem na zájmy zákazníků),
- (ii) povinnost přijmout přiměřená (tedy mj. obecná²⁰⁵) opatření ke zjištění střetu zájmů, který vznikne v průběhu poskytování investičních a doplňkových služeb nebo jejich kombinace a
- (iii) povinnost informovat o střetu zájmů, resp. o jejich obecné (*a contrario* tedy není třeba informovat o konkrétní povaze) povaze nebo zdroji, v případě, že organizační opatření nejsou dostatečná k tomu, aby s přiměřenou jistotou zajistila, že rizikům poškození zájmů klientů bude zabráněno, a to před provedením obchodu jménem zákazníka (*a contrario* tedy nikoliv tam, kde nebude proveden obchod jménem zákazníka, např. při poskytování čistě poradenských služeb).

K těmto prvkům je však podle mého názoru třeba přiřadit obecnou klauzuli vyjádřenou v článku 19 odst. 1 MiFID, a to povinnost obchodníka s cennými papíry jednat čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy zákazníků (viz následující bod IV. II. II). Článek 18 odst. 3 MiFID zmocnil Evropskou komisi k přijetí prováděcího opatření,

²⁰⁴ Článek 13 odst. 3 MiFID: *Investiční podnik udržuje a uplatňuje účinná organizační a administrativní opatření k tomu, aby přijímal veškerá přiměřená opatření k tomu, aby střety zájmů vymezené v článku 18 neovlivnily záporně zájmy jeho klientů.*

²⁰⁵ Viz Ref.: CESR/05-025... *for the purpose of establishing procedures the identification process does not need to drill down to the level of each specific conflict.*

kteřé se týká (i) definování opatření, jejichž přijetí lze od investičních podniků přiměřeně očekávat, ke zjištění, předcházení, řízení nebo sdělení střetů zájmů při poskytování různých investičních a doplňkových služeb nebo jejich kombinace a (ii) stanovení vhodných kritérií pro určení druhů střetů zájmů, jejichž existence může poškodit zájmy klientů nebo potenciálních (!) klientů investičního podniku. Tímto prováděcím opatření se stala ID, zejména pak její články 21 až 25.

Vidíme tedy, že Mifid se v případě pravidel střetu zájmů spoléhá na úsudek obchodníků s cennými papíry, zejména o tom, jaká opatření jsou přiměřená a kdy jsou organizační opatření dostatečná, aby zajistila, že poškození zájmů klientů bude zabráněno, a tedy, kdy není nutné informovat zákazníka o povaze nebo zdroji střetu zájmů. Pokud tedy bude tento úsudek obchodníka s cennými papíry oprávněný s ohledem na situaci v době usuzování, pak pravděpodobně nelze činit obchodníka s cennými papíry odpovědným, a to ani tehdy, kdy se nakonec ukáže, že zájem zákazníka byl skutečně poškozen. Také řešení v podobě informování o střetu zájmů na obecné rovině odkazuje spíše k využívání obecné informace (tzv. *disclameru*) na počátku smluvního vztahu a k úvaze o dostatečnosti takové informace pro zákazníka, byť podle recitálu 27 ID *není dovoleno se příliš spoléhat na zveřejnění bez odpovídajícího zohlednění toho, jak lze vhodně střety zájmů zvládnout*. Ani MiFID, ani ID tedy jednak nerozlišují potenciální a aktuální střet zájmů, jednak nestanoví, jak se v případě střetu zájmů zachovat. Jejich ustanovení týkající se střetu zájmů mají výrazně obezřetnostní charakter s prevenčním účelem²⁰⁶ a míří tudíž spíše na potenciální střet zájmů, a také zmíněná informační povinnost (*disclosure*) má být naplněna před provedením obchodu jménem zákazníka. Mám značnou pochybnost o tom, zda typická rétorika evropské regulace využívající především pojmu „řízení“ (rizik, střetu zájmů apod.) může být vhodným základem pro stanovení právních pravidel, od nichž se oprávněně očekává, že stanoví meze dovoleného chování, zakázají chování nedovolené a nařídí chování žádoucí.

IV. II. II. Obecná klauzule podle článku 19 odst. 1 Mifid

Podle mého názoru však nelze přehlížet obecnou klauzuli uvedenou v článku 19 odst. 1 MiFID (podle některých autorů je tato povinnost povinností fiduciární, např. Chirico 2008: 5, někteří, např. Kruithof 2005: 30, si to však nemyslí a označují tuto povinnost jako „standardní

²⁰⁶ Srov. Ref.: CESR/05-024c: *The obligation for the firm under Article 13(3) of the Directive is not to prevent conflicts of interest from arising, it is for the firm to take all reasonable steps to prevent conflicts adversely affecting the interests of its clients.*

povinnost loajality“), tedy požadavek čestného, spravedlivého a profesionálního jednání v souladu s nejlepšími zájmy zákazníků. Tato povinnost se uplatňuje při poskytování všech investičních služeb, tedy při jakémkoliv jednání obchodníka s cennými papíry se zákazníky, tedy i tam kde střet zájmů neexistuje. Podle mého názoru by se tedy měla tím spíše (*a fortiori*) uplatňovat v tom případě, kdy střet zájmů s rizikem poškození zákazníka nastává. Obchodník s cennými papíry se tedy na základě této argumentace **nemůže zbavit odpovědnosti za jednání v nejlepším zájmu zákazníka naplněním obezřetnostních požadavků podle článku 13 a 18 MiFID**. Požadavku na jednání v nejlepším zájmu zákazníka musí obchodník s cennými papíry dostát vždy a měl by to zohlednit i při přípravě smluvní dokumentace, která s největší pravděpodobností bude obsahovat tzv. *disclamer* vztahující se ke střetu zájmů. Taková informace by pak samozřejmě měla zohlednit konkrétní podmínky daného zákazníka (viz také článek 22 odst. 4 ID) a poskytované služby. To vše ovšem ještě neznamená, že by povinnost podle článku 19 odst. 1 MiFID byla fiduciární povinností *stricto sensu* nebo fiduciární povinností loajality (viz k tomu dále).

Lze tedy uzavřít, že právní úprava střetu zájmů na úrovni MiFID i ID spoléhá na opatření ve vnitřní organizaci povinného subjektu, která mají identifikovat střety zájmů, předcházet jim a „řídít“ je, a pokud to není možné, informovat zákazníka v obecné rovině o povaze nebo původu takového střetu zájmů. Tato úprava je pak zastřešena obecnou povinností jednat čestně, spravedlivě a profesionálně v souladu s nejlepšími zájmy zákazníků. **Díky obecnosti takové generální klauzule může být pole pro *ex post* posuzování konkrétního jednání povinných subjektů značně široké a zejména se může lišit stát od státu, což je ve svém důsledku mj. v přímém rozporu se záměrem MiFID, tedy harmonizovat pravidla, kterými se mají povinné subjekty řídit na jednotném trhu Evropské unie.**

IV. II. III. Vymezení střetu zájmů v evropské právní úpravě

Jak již bylo uvedeno výše, přímou definici evropská právní úprava pravidel pro střet zájmů neobsahuje. Zohledníme-li však prováděcí opatření v podobě ID, lze najít určité definiční prvky, které nám při vymezení střetu zájmů mohou pomoci. Můžeme se důvodně domnívat, že evropská právní úprava v zásadě vychází z doktrinního vymezení střetu zájmů (viz výše bod II), neboť recital 24 ID stanoví, že *Okolnosti, na něž by se mělo pohlížet jako na okolnosti, jež vyvolávají střet zájmů, se vztahují na ty případy, kdy existuje střet mezi zájmy podniku nebo určitých osob spojených s podnikem nebo skupiny daného podniku na jedné straně a povinností podniku vůči zákazníkovi; nebo mezi různými zájmy dvou či více*

jeho zákazníků, vůči nimž je podnik v každém případě vázán nějakou povinností. Nestačí, že podnik může získat nějaký prospěch, pokud to současně není možnou nevýhodou pro zákazníka, anebo že jeden zákazník, vůči němuž je podnik zavázán povinností, může získat nějaký prospěch nebo se vyhnout ztrátě, aniž by to byla současně možná ztráta pro jiného takového zákazníka.

Evropská právní úprava tedy za střet zájmů považuje, v souladu s doktrinálním vymezením, situace střetu mezi povinností obchodníka s cennými papíry vůči zákazníkovi a jeho vlastními zájmy a mezi zájmy zákazníků, vůči nimž má obchodník s cennými papíry povinnost. Není však již bohužel řečeno, o jakou povinnost se jedná. Zároveň v těchto situacích musí existovat alespoň potenciální nevýhoda pro zákazníka při současné existenci prospěchu pro obchodníka s cennými papíry nebo prospěch jednoho zákazníka, který je současně ztrátou pro jiného zákazníka.²⁰⁷ To je ovšem **v rozporu s kritérii identifikace střetu zájmů uvedenými v článku 21 písm. b) až e) ID, což činí tuto právní úpravu poněkud nekonsistentní.**

Směrnice ID dále identifikuje potenciálně nebezpečné oblasti poskytování investičních služeb s ohledem na střet zájmů (recital 26 ID).²⁰⁸ Do oblasti vymezení střetu zájmů lze zahrnout také minimální kritéria, která uvádí článek 21 ID a která představují určitý, nikoliv však vyčerpávající seznam okolností, které ukazují na možný střet zájmů, nicméně střet zájmů nedefinují. Jsou to a) pravděpodobné získání finančního prospěchu nebo vyhnutí se finanční ztrátě na úkor zákazníka (srov. také recital 24 ID); b) obchodník s cennými papíry má zájem na výsledku služby poskytované zákazníkovi nebo na výsledku obchodu prováděném jménem zákazníka a tento zájem je odlišný od zájmu zákazníka na daném výsledku; c) obchodník s cennými papíry má finanční či jinou motivaci upřednostnit zájem jiného zákazníka nebo skupiny zákazníků před zájmy daného zákazníka; d) obchodník s cennými papíry podniká ve stejném oboru jako zákazník a e) obchodník s cennými papíry dostává nebo dostane v souvislosti se službou, která je poskytována zákazníkovi, od osoby, která není zákazníkem,

²⁰⁷ Viz také Ref.: CESR/05-024c *The advice only catches cases in which there is conflict between the interests of the firm (or its associates) and the duty the firm owes to the client or between the interests of one or more of its clients. It is not enough that the firm stands to make money or that the client stands to lose money, this must then involve a conflict with a duty the firm owes to the client. Also, the advice indicates that the profit of the firm must be to the detriment of the client. There is also a difference between profits arising from an investment firm's normal commercial activities and profits arising from its failure to manage properly conflicts of interest.*

²⁰⁸ ...investiční výzkum a poradenství, vlastní obchodování, operace v oblasti správy portfolia a corporate finance, včetně upisování, prodeje nabízených cenných papírů a poskytování poradenství ohledně fúzí a akvizic.

materiální stimul v podobě peněz, zboží nebo služeb, který není běžnou provizí či odměnou za takovou službu.

IV. II. IV. Povinnosti obchodníka s cennými papíry v souvislosti se střetem zájmů v evropské právní úpravě

V bodě III. III. této části jsem uvedl, že v právním řádu by mělo být jednoznačně řečeno, jak se má povinný subjekt zachovat v případě střetu zájmů. Podívejme se nyní na to, jak se k této otázce staví evropská právní úprava střetu zájmů. Podle Moloney (2010: 338) nestanoví MiFID povinnost nekonat v případě, kdy opatření k řízení střetu zájmů nevedla ke kýženému výsledku, tedy k eliminaci negativního vlivu střetu zájmů. Směrnice ID nicméně stanoví²⁰⁹, že informování zákazníka má být takové, aby mohl učinit informované rozhodnutí o investiční službě. **Je ovšem toto informované rozhodnutí *conditio sine qua non* poskytnutí investiční služby?** Podle Moloney (tamtéž) není jasné, zda je k poskytnutí služby v případě informování o střetu zájmů podle článku 18 MiFID nutný výslovný souhlas zákazníka předcházející samotnému poskytnutí investiční služby, resp. provedení jakékoliv transakce v jejím rámci. Podle mého názoru je ovšem třeba vzít v úvahu jednak obecnou povinnost podle článku 19 odst. 1 MiFID, jednak zohlednit přípravné materiály k ID, kdy např. v Ref.: CESR/05-024c je uvedeno *Article 18(2) provides that investment firms should not provide services before disclosing conflicts that cannot be reasonably managed so as to prevent risk of damage to the client's interests, including the interests of a client having the status of an eligible counterparty within the meaning of Article 24 of the Directive, and not to act where the client does not consent. This provides an additional method of preventing significant conflicts from adversely affecting the interests of the client.* Je pravdou, že původní návrh (...*obtain the client's consent before undertaking the relevant business with it*) se nakonec v ID neobjevil, resp. objevil v poněkud zamlžené podobě. Podle Herbsta (2003: 215) se během přípravy MiFID podařilo institucím poskytujícím finanční služby zabránit původnímu návrhu Evropské komise, podle kterého by se v případě (potenciálního) střetu zájmu měly tyto instituce zdržet poskytnutí finanční služby (fiduciární povinnost *stricto sensu*). **Podle mého názoru však vyplývá z obecné povinnosti podle článku 19 odst. 1 MiFID minimálně povinnost nekonat v případě, kdy střet zájmů byl sice odhalen zákazníkovi podle článku 18 MiFID,**

²⁰⁹ Čl. 22 odst. 4 *Členské státy zajistí, aby informace pro zákazníky podle čl. 18 odst. 2 směrnice 2004/39/ES byly na trvalém nosiči a s ohledem na povahu zákazníka obsahovaly dostatečné podrobnosti k tomu, aby tento zákazník mohl se znalostí věci rozhodovat o investiční nebo doplňkové službě či investiční činnosti, v souvislosti s nimiž vzniká střet zájmů.*

nicméně jednání, resp. jeho výsledek, by nebyl v nejlepším zájmu zákazníka. Tato povinnost však neznamená, že by měl obchodník s cennými papíry upřednostnit zájem zákazníka před zájmem svým a už vůbec ne to, že by se obchodník s cennými papíry měl situacím střetu zájmů vyhnout úplně, jak by bylo vyžadováno, pokud by se jednalo o fiduciární povinnost loajality nebo fiduciární povinnost *stricto sensu*. Povinnost vyjádřená v právě uvedeném ustanovení má podle mého názoru blíže k *fairness* typické pro spotřebitelský diskurs finančního práva (Benjamin 2010: 3) než k povinnosti loajality a nepředstavuje tak pravidlo pro řešení střetu zájmů.

Podle mého názoru je vůbec sporné, má-li povinnost podle článku 19 odst. 1 MiFID charakter alespoň „obyčejné“ povinnosti loajality. To, že není proskriptivní povinností nedostat se do situace, ve které hrozí nebo existuje střet zájmů, resp. v této situaci nejednat, a že nepředstavuje povinnost upřednostnit zájem zákazníka před zájmem obchodníka, je jednoznačné. Má ovšem tato povinnost preskriptivní charakter, tedy jednat pouze (!) v zájmu zákazníka? Jazykový výklad nám říká, že nikoliv. Povinnost jednat v nejlepším zájmu (*best interest*) zákazníka není možné zaměňovat za povinnost jednat pouze v zájmu (*sole interest*) zákazníka. Koncept jednání v nejlepším zájmu zákazníka nevylučuje v rámci daného jednání sledování vlastních zájmů obchodníka s cennými papíry, což je základním obsahem fiduciární povinnosti loajality. Koncept jednání v nejlepším zájmu zákazníka spíše nastavuje objektivní standard jednání obchodníka s cennými papíry a má tak blíže ke konceptu jednání s odbornou péčí, než k povinnosti loajality (Lee 2009: 7), neboť jednání je *ex post* posuzováno s ohledem na výsledek (co byl objektivně nejlepší zájem zákazníka), nikoliv s ohledem na intencionální složku jednání (obchodník jednal pouze v zájmu zákazníka, nikoliv v zájmu někoho jiného včetně sebe). Tento závěr lze podpořit i jedním z mála judikátů, které se vztahují k poskytování investičních služeb, a to rozhodnutím 5 A 164/2002-44, podle kterého *Citovaná ustanovení jistě nelze vykládat tak – a nikdo to ani nečiní – že by obchodník s cennými papíry nemohl vystavit zákazníkův majetek určitým rizikům. Tato rizika však musí být přiměřená, rozumná a odůvodněná a zákazník o nich musí být předem náležitě informován a vyslovit s jednáním, jež je těmito riziky doprovázeno, písemný souhlas. To platí o jednáních, která jsou v zájmu zákazníka, nikoliv však o jednáních, které v nejlepším zájmu zákazníka objektivně vzato nejsou. K odlišení obou rozdílných kategorií je nezbytné hodnotit krom jiných faktorů právě především míru rizika, které je zákazník vystaven. Jestliže nelze riziko ničím objektivně zdůvodnit, resp. jestliže riziko, které by měl zákazník podstoupit, není z hlediska*

cíle, jehož má být dosaženo, nezbytné, pak je takové jednání zakázané, a to i kdyby s ním zákazník souhlasil. Právě tak tomu bylo i v souzeném případě, v němž rizika, kterým byl zákazníkům majetek vystaven, nebylo vůbec nezbytné podstupovat.

Lze uzavřít, že evropská právní úprava sice definuje, byť poněkud zmateně, střet zájmů v souladu s doktrinálním vymezením, nicméně se již dále nezabývá charakterem povinnosti, která je v jádru střetu zájmů. **Jednoznačnou odpověď, jak se chovat v případě střetu zájmů evropská právní úprava neposkytuje.** Generální klauzuli podle článku 19 odst. 1 MiFID lze snad využít v případě konfliktu Typu II, neboť požaduje při jakémkoliv jednání obchodníka s cennými papíry jednání spravedlivé a čestné, nikoliv však v případě střetu zájmů Typu I.

V. Některé soukromoprávní otázky spojené s právní úpravou střetu zájmů v oblasti poskytování investičních služeb

V úvodních odstavcích této části disertační práce jsem dovodil existenci povinnosti loajality obecně také v českém právním řádu. Jaký je však konkrétní obsah této povinnosti v souvislosti s právní úpravou finančních trhů? Primárně lze rozlišit dvě základní situace, a to (i) příkazník je zároveň právním zástupcem příkazce a (ii) příkazník není zároveň právním zástupcem příkazce.

OZ stanovil, že *Zastupovat jiného nemůže...ten, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy zastoupeného* (§ 22 odst. 2 OZ). Eliáš (2008: 205, 206) k tomu uvádí, že *Při uzavírání smluv nemůže tedy jedna smluvní strana zastupovat druhou. Nemůže ale ani třetí strana zastupovat obě smluvní strany...Zastoupení nebrání pouhá možnost rozporu mezi zájmy zástupce a zastoupeného, nýbrž a jen existence takového rozporu* (tedy aktuální střet zájmů). Právní úkony učiněné v případě rozporu zájmů byly neplatné, a to absolutně, pro rozpor se zákonem (§ 39 OZ). V této situaci, tedy v případě aktuálního střetu zájmů, nesměl příkazník příkazce vůbec zastupovat a OZ odchylku nepřipouštěl. Střet zájmů však nebyl definován. Podle Tichého (2011: 45) by však případ konfliktu zájmů *bylo možné popsat jako jednání zástupce ve prospěch třetí strany či zainteresovanost zástupce v příslušném právním jednání*. Byl zde tedy pokryt střet zájmů Typu I, ale Typ II pouze částečně.

Podle § 437 odst. 1 NOZ platí, že *Zastoupit jiného nemůže ten, jehož zájmy jsou v rozporu se zájmy zastoupeného, ledaže při smluvním zastoupení zastoupený o takovém rozporu věděl nebo musel vědět*. Vidíme zde zřejmý posun k autonomii vůle smluvních stran a

k řešení konfliktu zájmů souhlasem zastoupeného, byť třeba implicitním. § 437 odst. 2 NOZ také vymezuje, v zásadě v souladu s Tichým (2011: 45) střet zájmů a to tak, že *Má se za to, že tu je rozpor v zájmech zástupce a zastoupeného, pokud zástupce jedná i za tuto třetí osobu nebo pokud jedná ve vlastní záležitosti.*

Je tedy zřejmé, že pokud existuje rozpor mezi zájmy příkazce a příkazníka, který je zároveň příkazcovým smluvním zástupcem, nemůže v takovém případě příkazník příkazce zastupovat, resp. jeho právní úkony jsou absolutně neplatné.²¹⁰ Příkazce by rovněž v téže věci neměl jednat za třetí stranu. Nová právní úprava zastoupení v NOZ však tuto rigiditu zmírňuje, neboť umožňuje souhlas zastoupeného v situaci střetu zájmů, resp. předpokládání tohoto souhlasu. Argumentem *a maiore ad minus* dospějeme k závěru, že co platí o zastoupení, mělo by platit rovněž pro úkony faktické, nevyžadující právní jednání.

Smlouvy o cenných papírech obstaravatelského typu mají většinou mandátní nebo komisionářský charakter a byly navíc absolutními obchody podle ObchZ. Mandátní smlouvu vymezovalo ustanovení § 566 odst. 1 ObchZ *Mandátní smlouvou se zavazuje mandatář, že pro mandanta na jeho účet zařídí za úplatu určitou obchodní záležitost uskutečněním právních úkonů jménem mandanta nebo uskutečněním jiné činnosti, a mandant se zavazuje zaplatit mu za to úplatu.* Podle § 567 odst. 2 ObchZ pak platilo, že *Činnost, k níž se mandatář zavázal, je povinen uskutečňovat podle pokynů mandanta a v souladu s jeho zájmy, které mandatář zná nebo musí znát.* Pelikánová (1999: 41) k tomu uvádí, že *ohled na zájem mandanta musí být vůdčím motivem celé mandatářovy činnosti...Jakmile by mandant dal přednost svému zájmu před zájmem mandanta, dopustí se porušení etického i právního pravidla.* Podobně Pelikánová uvažuje v případě smlouvy komisionářské (1999: 121). Z podstaty mandátu i komisionářského vztahu tedy vyplývala povinnost upřednostnit zájmy mandanta před zájmy vlastními, byť šlo o úpravu dispozitivní. Podle Bejčka (2007: 614 a 615) v sobě mandátní smlouva *slučuje požadavky odborné péče (v § 567 odst. 1, § 570 ObchZ) a loajality (v § 567 odst. 2 a 3, § 574 odst. 3),* což mj. znamená, že *reprezentant se tedy chová při správě společnosti jako ve vlastních věcech, ale s rezignací na svoje osobní zájmy, pokud by se mohly křížit se zájmy společnosti, neboť musí být loajální se zájmy mandantní společnosti.*

²¹⁰ Aniž bych se tímto problémem mohl zabývat podrobněji, bylo podle mého názoru možné dané ustanovení považovat spíše za dispozitivní již před účinností NOZ. Minimálně proto, že v praxi finančního trhu jsou situace střetu zájmů nevyhnutelné, příslušné smlouvy tyto otázky často řeší oboustranným souhlasem a také proto, že právní úkony smluvních stran by měly být považovány spíše za platné, než za neplatné (viz k tomu blíže např. Beran 2009, Telec 2004 a další).

Podobně smýšlí také Štenglová, Plíva, Tomsa a kol. (2010: 1223): *Komisionář je povinen jakožto podnikatel – profesionál jednat s odbornou péčí a podle pokynů komitenta. Jako u všech typů obstaravatelských smluv musí dbát především zájmů komitenta. Pokud by se jeho obchodní zájmy – vzhledem ke zvláštní povaze komisionářského vztahu, umožňujícího samovstup komisionáře – křížily se zájmy komitentovými, musí dát zájmům komitentovým přednost. Jestliže se výsledek zařizování nedostaví, je na komisionáři, aby prokázal, že jednal s potřebnou odbornou péčí. I když komentované ustanovení neurčuje, že komisionář jedná vždy v zájmu komitenta, vyplývá to z obstaravatelské povahy komisionářského vztahu. Zákon však stanoví, že komisionář je povinen jednat podle pokynů komitenta. Jsou-li tyto pokyny v rozporu s řádnou realizací komise, musí se komisionář především snažit získat včas komitentův souhlas s případnou změnou pokynů, které od komitenta obdržel. Sám se může od těchto pokynů odchýlit jen v zájmu komitenta, ovšem jen pokud nemohl uvedený souhlas získat včas.*

Také Eliáš (2008: 2134) v případě příkazní smlouvy uvádí, že *Příkazník vykonává činnost pro příkazce, tj. v zájmu příkazce, se kterým se příkazník nesmí v průběhu výkonu příkazu dostat do rozporu.* Rovněž ustanovení o příkazní smlouvě mají dispozitivní charakter (Eliáš 2008: 2134). Tentýž autor také uvádí (2008: 2148 – 2149), že *Negativně znamenala povinnost jednat poctivě, že příkazník nesmí jednat na újmu příkazce a v zájmu někoho třetího. Povinnost jednat poctivě lze i dnes dovodit z povinnosti jednat „pro příkazce“ (§ 724).* Švestka (2009: 2198) uvádí, že *Příkazník vyvíjí svou činnost pro příkazce, tedy v jeho zájmu. Příkazníková činnost proto musí být ku prospěchu příkazce.* Tentýž autor (2009: 2203) pak uvádí *I bez výslovného ustanovení zákona lze povinnost příkazníka jednat poctivě a s péčí řádného hospodáře dovodit ze samotného pojmu příkazu, v rámci nějž příkazník vykonává svou činnost pro příkazce, tedy v jeho zájmu [724, 1]. Příkazník je povinen jednat v souladu se zájmy příkazce, které zná, nebo které – objektivně vzato – znát musí.*

Lze říci, že z českého právního řádu lze vyčíst nebo dovodit, v případě střetu zájmů Typu I, tato pravidla:

- (i) existuje obecná povinnost loajality typická pro veškeré příkazní vztahy,
- (ii) příkazník má povinnost počínat si tak, aby se nedostal do rozporu se zájmy příkazce (fiducární povinnost *stricto sensu*),

(iii) příkazník nesmí jednat v dané záležitosti v zájmu někoho třetího (fiduciární povinnost *stricto sensu*),

(iv) v případě aktuálního střetu zájmů musí příkazník upřednostnit zájem příkazce před zájmem svým (fiduciární povinnost loajality) a nesmí jednat na újmu příkazce (*neminem laedere*) a

(v) povinnosti pod body (i) až (iv) lze modifikovat ustanoveními smlouvy, neboť mají dispozitivní charakter.

Zároveň lze dovodit, a rovněž výše citovaní autoři tak činí, obecné informační/oznamovací a prevenční povinnosti příkazníka ve vztahu k příkazci, na základě kterých by byl pravděpodobně řešen střet zájmů Typu II.

Vidíme, že výše uvedenými autory dovozované povinnosti jsou relativně přísné a na veřejnoprávní úrovni by jim pravděpodobně nejlépe odpovídal úplný zákaz jednání v situacích střetu zájmů s možností smluvních odchylek na základě splnění informační povinnosti.²¹¹ Určitým **korektivem intenzity povinnosti loajality** může podle mého názoru podpořeného některými předchozími částmi této práce být (i) prvek svěřeni (*entrustment*) majetku příkazníkovi k obhospodařování (z toho vychází úpravní úprava správy cizího majetku v NOZ, kde je podobně jako v právu obchodních společností uvedena povinnost péče řádného hospodáře) nebo výkon vlivu nad záležitostmi příkazce (z toho vycházela nepochybně Komise pro cenné papíry při formulaci svého stanoviska k tzv. *churningu*)²¹², který je považován za učebnicový příklad střetu zájmů Typu I.), (ii) široká diskreční pravomoc příkazníka a (iii) informovaný souhlas příkazce učiněný po kompletním a komplexním splnění informační povinnosti (vedoucí až k vyloučení povinnosti loajality *de facto*).

Na základě výše uvedeného lze tedy shrnout, že česká soukromoprávní úprava střetu zájmů je poněkud roztržštěná a že odpovědi na problémy právní praxe je třeba dovozovat výkladem příslušných právních stanovení s ohledem na povahu zastoupení jako takového,

²¹¹ (*Luc Thévenoz*) suggests in his paper that a rule calling for a prohibition of conflicts of interests could be used as a default rule which parties could contract out of subject to mutual consent based on appropriate disclosure. (Bahar 2007: 15).

²¹² První podmínka je nepochybně splněna v případě, kdy obchodník zákazníkovi obhospodařuje účet na základě vlastního uvážení. V tomto případě obchodník sám obchoduje na účet zákazníka a má tak plnou kontrolu nad objemem a frekvencí obchodování. K faktické kontrole nad objemem a frekvencí obchodování na účtu zákazníka může ovšem dojít i v případech, kdy má zákazník s obchodníkem uzavřenu komisionářskou smlouvu. To za podmínky, že se prokáže, že se zákazník u většiny svých obchodů řídil doporučeními obchodníka.

příkazních smluvních vztahů a s ohledem na obecné právní principy. Složitější by byla především odpověď na otázky související se střetem zájmů Typu II. Výrazným rysem této úpravy je však také možnost odchýlit se v rámci smluvních ustanovení. Díky tomu jsou kladeny zvýšené nároky na přípravu příslušných smluv upravujících právní vztahy v rámci poskytování investičních služeb. V tomto ohledu nezbývá než doporučit jednoznačné vyjádření zájmů příkazce a meze jednání příkazníka v příslušné smluvní dokumentaci.

VI. Shrnutí

Obecný zákaz dostat se do situace střetu zájmů by byl pravděpodobně příliš radikální, neboť není důvod, aby jedna smluvní strana nemohla, při nejvyšší možné transparentnosti informací s ohledem na své náklady, využít služeb druhé strany s potenciálním střetem zájmů, pokud upřednostňuje kvalifikovanost poskytnutí dané služby před loajalitou, což je případ většiny investičních služeb nediskrečního a neporadenského charakteru. Ukázal jsem, že z tohoto pragmatismu podle všeho vychází také evropská veřejnoprávní regulace střetu zájmů, která preferuje preventivní opatření k zamezení nežádoucího vlivu střetu zájmů před kompletní eliminací takových situací a v obecné rovině staví na obecné informační povinnosti.

Střet zájmů je vždy přítomen tam, kdy je někomu svěřena důvěra jednat v záležitostech někoho jiného, v právním smyslu pak tam, kde existuje povinnost loajality ve střetu s jinými zájmy nebo povinnostmi. V jádru právní regulace střetu zájmů je tedy povinnost loajality, která existuje i v českém právním řádu, neboť i zde se objevují vztahy tzv. fiduciárního charakteru, založené na důvěře a věrnosti. Charakteristické je, že samotná její existence je příčinou situací střetu zájmů a její specifický obsah je pak řešením těchto situací. V českém právu je přímé akcentování povinnosti loajality spíše výjimkou (§ 159 NOZ, § 51 NObchZ), a povinnost loajality je doktrínou i judikaturou dovozována především z povinnosti výkonu činnosti s péčí řádného hospodáře. Základ pro řešení otázek střetu zájmů nicméně v soukromém právu existuje, byť na obecné rovině a v dispozitivních právních normách. Specifické případy pak tedy bude třeba obezřetně řešit v rámci konkraktačního procesu, neboť veřejnoprávní úprava neskýtá příliš jasná pravidla pro *ex ante* posuzování dovoleného a zakázaného chování.

4.1.1.3. Pravidla outsourcingu

Právní regulace outsourcingu („pověření jiného“) vychází z požadavku řízení provozního rizika v případě pověření jiného plněním provozních úkolů, které jsou zásadní pro *poskytování nepřerušovaných a uspokojivých služeb klientům* (čl. 13 odst. 5 MiFID). Tyto „zásadní provozní funkce“ pak definuje čl. 13 ID, včetně vymezení toho, co jimi není. Zároveň by pověřením jiného neměla být „významně poškozena“ kvalita vnitřní kontroly poskytovatele investičních služeb a *schopnost* (lepší by však bylo hovořit o možnosti) *osoby provádějící dohled sledovat, zda podnik řádně plní všechny povinnosti*. Směrnice ID významně rozšiřuje definici zásadních provozních funkcí, neboť stanoví, že *provozní funkce zásadní či důležitá, jestliže by jakákoli vada v jejím vykonávání či její nevykonání vážně narušily nepřerušované plnění podmínek a povinností investičního podniku vyplývající z jeho povolení či ze směrnice 2004/39/ES anebo by zpochybnila jeho finanční stabilitu či zdraví nebo kontinuitu jeho investičních služeb a činností*.

V případě outsourcingu je pak dále vyžadováno zachování odpovědnosti poskytovatele investičních služeb za plnění jeho povinností dle MiFID a je stanovena řada dalších podmínek (čl. 14 ID), za nichž může dojít k pověření jiného výkonem významné provozní činnosti, především možnost náležité kontroly ze strany pověřujícího a zachování jeho možnosti vykonávat samostatně delegovanou činnost, včetně požadavku na písemnost příslušné dohody o pověření výkonem významné provozní činnosti. Zvláštní pravidla jsou stanovena pro pověření osob, které se nacházejí ve třetích zemích (čl. 15 ID) a u nichž je vyžadováno příslušné povolení, obezřetnostní dohled nad nimi vykonávaný a dohoda o spolupráci mezi příslušnými orgány dohledu. V případě české jazykové verze směrnice ID je však obsažena zásadní chyba, neboť stanoví, že *Pokud je splněna jedna nebo obě podmínky uvedené v odstavci 1, investiční podnik smí outsourcovat investiční služby prostřednictvím poskytovatele služeb se sídlem ve třetí zemi, pouze když podnik předběžně informuje svůj příslušný orgán o dohodě o outsourcingu a příslušný orgán proti této dohodě nevznesl námitku v přiměřené lhůtě po obdržení takového oznámení*, přičemž v anglické verzi je text uvozen slovy *Where one or both of those conditions mentioned in paragraph 1 are not satisfied...* Stačí tedy nesplnění jedné z uvedených podmínek (povolení, obezřetnostní dohled a dohoda o spolupráci) a aktivuje se režim podle čl. 15 odst. 2 ID, tedy nutnost nevyslovení nesouhlasu s dohodou o pověření jiného ze strany orgánu dohledu.

4.1.1.4. Pravidla ochrany majetku

Směrnice MiFID chrání majetek zákazníka především pro případ insolvence poskytovatele investičních služeb a proti jeho využití poskytovatelem investičních služeb na vlastní účet bez výslovného souhlasu zákazníka. Výjimkou jsou úvěrové instituce, které mohou používat peněžní prostředky klienta na vlastní účet, resp. v těchto případech se díky současnému pojetí bankovníctví stávají peněžní prostředky zákazníka součástí majetku úvěrové instituce.

Pravidla ochrany majetku zákazníka se dělí na ochranu finančních nástrojů zákazníků a na ochranu peněžních prostředků zákazníků. Základními povinnostmi poskytovatelů investičních služeb v této souvislosti jsou především povinnosti jednoznačné identifikace aktiv a schopnost odlišit je od aktiv vlastních i od aktiv jiných zákazníků (finanční nástroje musí být rozeznatelné, peněžní prostředky musí být vedeny na oddělených účtech), povinnost vést přesné záznamy a účty, povinnost pravidelně provádět „sesouhlasení“ (rekonciliaci) svých vnitřních účtů a záznamů s účty a záznamy třetích stran, u nichž jsou aktiva zákazníků uložena a povinnost zavést odpovídající organizační opatření k minimalizaci rizika ztráty či znehodnocení aktiv zákazníků nebo práv k těmto aktivům v důsledku zneužití aktiv, podvodu, nekvalitní správy, nedostatečné evidence či nedbalosti.

Směrnice ID dále podrobně určuje, kde je možné finanční nástroje a peněžní prostředky zákazníků ukládat. Především je stanovena obecná povinnost postupovat při výběru, určení a pravidelném posuzování třetí strany a dohod o správě a úschově těchto finančních nástrojů s veškerou náležitou odbornou péčí a obezřetností a některé povinnosti související s ukládáním finančních nástrojů v zemích, které neregulují držbu a úschovu těchto nástrojů, resp. povinnost ukládat je pouze u osob podléhajících regulaci a dohledu, pokud se v dané zemi uplatňují. V případě peněžních prostředků nebankovních poskytovatelů investičních služeb jsou vyjmenovány subjekty, u nichž je možné je ukládat, a to centrální banky, úvěrové instituce povolené podle směrnice 2000/12/ES, banky povolené ve třetí zemi a způsobilé fondy peněžního trhu, u nichž mají však zákazníci možnost takové umístění odmítnout.

V čl. 19 ID jsou stanovena pravidla pro použití finančních nástrojů zákazníků, *a contrario* je tedy vyloučeno používat peněžní prostředky zákazníků. K použití finančních nástrojů musí dát zákazník předběžný a výslovný souhlas a zároveň musí toto použití omezeno přesně stanovenými podmínkami, s nimiž zákazník souhlasil. V případě, že jsou finanční nástroje drženy na souhrnných (*omnibus*) účtech, musí poskytovatel investiční služby

zavést systémy a kontrolní mechanismy, které zajišťují, že takto mohou být použity jen finanční nástroje patřící zákazníkům, kteří vyslovili svůj předběžný výslovný souhlas.

4.1.2. Tuzemská právní úprava

Tuzemský zákonodárce přikročil ke svéráznému způsobu, jak transponovat příslušná ustanovení evropských směrnic týkající se požadavků na organizaci poskytovatelů investičních služeb, a to zavedením pojmu „řídící a kontrolní systém“. Stalo se tak zákonem č. 120/2007 Sb., o změně některých zákonů v souvislosti se stanovením kapitálových požadavků na banky, spořitelny a úvěrní družstva, obchodníky s cennými papíry a na instituce elektronických peněz. Z jeho důvodové zprávy se však důvody tohoto kroku paradoxně nedozvídáme. Podrobnosti řídicího a kontrolního systému jsou pak upraveny v prováděcích právních předpisech, konkrétně v ObezV a PravISV.

Povinnost obchodníka s cennými papíry zavést a udržovat řídicí a kontrolní systém je systematicky zařazena do dílu 3 hlavy II. části II. ZPKT, který je nazván „Pravidla činnosti a hospodaření obchodníka s cennými papíry“, konkrétně pak do oddílu 2 – Obezřetné poskytování investičních služeb. Ze samotnému pojmu „řídící a kontrolní systém“ pak vyplývá, že v sobě spojuje dvě klíčové oblasti fungování každé obchodní společnosti. Jedná se o (i) řízení (*governance*) a o (ii) (vnitřní) kontrolu (*internal controls*). Jako tři základní součásti řídicího a kontrolního systému i ZPKT v § 12a stanoví **(i) organizační předpoklady a předpoklady řádné správy a řízení společnosti, (ii) systém řízení rizik a (iii) pravidla vnitřní kontroly**. Pokus o definici řídicího a kontrolního systému pak obsahuje Úřední sdělení ze dne 10. prosince 2010 k výkonu činnosti na finančním trhu: Kvalitativní požadavky související s výkonem činnosti – základní informace, které za řídicí a kontrolní systém považuje *souhrnné označení uspořádané soustavy prvků, jejich vzájemných vazeb, vstupů a výstupů při výkonu činnosti poskytovatele finančních služeb, přičemž základními prvky řídicího a kontrolního systému jsou obecné předpoklady řádné správy a řízení společnosti, systém řízení rizik a systém interní kontroly a nedílnou součástí je rovněž informační systém*.

Pro tuto část disertační práce je s ohledem na její cíl a metodu podstatné především to, jak se podařilo či nepodařilo implementovat jednotlivá obezřetnostní pravidla vyžadovaná výše uvedenou evropskou právní úpravou, a budeme tedy vycházet ze zavedené evropské systematiky, nikoliv z nedůsledné systematiky tuzemské. Ostatně, **právní úprava obsažená v ZPKT má spíš význam definiční a obsahuje jen minimum právních norem. Jádrem právní úpravy je tak obsaženo v prováděcích právních předpisech.**

4.1.2.1. Řídicí a kontrolní systém

a) organizační požadavky

Ustanovení § 12a odst. 2 ZPKT vyjadřuje obecnou zásadu proporcionality, neboť stanoví, že *Řídicí a kontrolní systém musí být ucelený a přiměřený charakteru, rozsahu a složitosti činností obchodníka s cennými papíry. Vzhledem k tomu, že vymezení pojmu řídicí a kontrolní systém neodpovídá ani přibližně čl. 5 odst. 1 ID je obecná zásada proporcionality v tuzemské právní úpravě zavedena chybně.* Obdobně to platí také pro obecnou povinnost sledování a vyhodnocování organizačních opatření podle § 12b odst. 3 ZPKT. Nad rámec evropské úpravy i ZPKT jde pak ustanovení § 8 ObezV stanoví, že *Povinná osoba naplňuje požadavky stanovené na řídicí a kontrolní systém s ohledem na svou velikost, organizační uspořádání, povahu, rozsah a složitost činností, které vykonává nebo hodlá vykonávat, a přihlíží přitom k vývoji prostředí, v němž podniká, včetně vývoje v oblasti řádné správy a řízení společnosti.* Není především jednoznačně stanoveno, co se rozumí „prostředím, v němž podniká“ a „vývojem v oblasti řádné správy a řízení společnosti“.

Co se týče struktury řízení, systému vnitřní komunikace a neslučitelnosti funkcí lze uvést, že ObezV stanoví řadu povinností nad rámec požadavků evropské úpravy. Podle § 12a odst. 1 písm. a) body 1. a 2. ZPKT řídicí a kontrolní systém zahrnuje organizační předpoklady a předpoklady řádné správy a řízení společnosti, a to vždy zásady a postupy řízení a organizační uspořádání s řádným, průhledným a uceleným vymezením činností a s nimi spojených působností a rozhodovací pravomoci, v jehož rámci se současně vymezí funkce, jejichž výkon je neslučitelný. Součástí organizačních předpokladů podle § 12a odst. 1 písm. a) ZPKT je také systém vnitřní komunikace.

ObezV i PravISV²¹³ vycházejí v tomto případě z tradiční speciality tuzemské právní úpravy obezřetnostních pravidel, a to ze **stanovení obecné povinnosti upravit zavedení všech požadavků vnitřním předpisem, ačkoliv tento požadavek v naprosté většině případů nemá oporu v evropské právní úpravě.** Směrnice ID vyžaduje v čl. 5 odst. 1 písm. a) pouze vytvořit, zavést a udržovat rozhodovací postupy a organizační strukturu, která jasným a zdokumentovaným způsobem upřesní hierarchické vztahy subordínace a rozdělí úkoly a zodpovědnost. Lze tedy říci, že existuje povinnost mít ekvivalent tradičního

²¹³ *Obchodník s cennými papíry a investiční zprostředkovatel v rozsahu podle § 32 upraví vnitřním předpisem pravidla a postupy uvedené v této vyhlášce (§ 2 odst. 1).*

organizačního řádu, nicméně povinnosti stanovené prováděcími právními předpisy tento požadavek překračují.

Podle § 9 odst. 1 ObezV *Povinná osoba zajistí, že požadavky stanovené na řídicí a kontrolní systém a postupy povinné osoby k jejich naplňování a při výkonu dalších činností jsou promítnuty do organizačního řádu a dalších vnitřně stanovených zásad, pravidel a postupů (dále jen „vnitřní předpis“) povinné osoby a v rámci regulovaného konsolidačního celku. Povinná osoba stanoví postup při přijímání, změně, zavádění a uplatňování vnitřních předpisů. Součástí vnitřních předpisů jsou vždy také pravidla pro evidování reklamací a stížností klientů včetně klientů potenciálních, jejich vyřizování a sledování přijatých opatření. Ještě dále jde ustanovení § 10 ObezV, podle kterého Povinná osoba musí zabezpečit, aby veškeré schvalovací a rozhodovací procesy a kontrolní činnosti včetně souvisejících odpovědností, pravomocí a vnitřních předpisů bylo možné zpětně vysledovat (rekonstruovat). K zabezpečení tohoto požadavku slouží též systém uchování informací, který povinná osoba musí zavést a udržovat. Lze doplnit, že Vyhláška 237 v tomto ohledu jednoznačně odpovídala požadavkům evropské právní úpravy (viz ustanovení § 6 a 7 této vyhlášky).*

Dalším lapsem tuzemské právní úpravy, je povinnost uvedená v ustanovení § 9 odst. 2 ObezV, podle něhož *K naplnění předpokladu řádné správy a řízení společnosti prostřednictvím uplatňování řádných postupů povinná osoba zvolí a do vnitřních předpisů promítné jí vybrané uznávané a osvědčené principy a postupy vydávané uznávanými osobami a využívané při činnostech obdobného charakteru (dále jen „uznávaný standard“).* Povinná osoba pravidelně prověřuje, zda vnitřní předpisy a jí zvolené uznávané standardy jsou nadále aktuální a přiměřené rozsahu, povaze a složitosti činností povinné osoby. Ustanovení § 9 odst. 3 ObezV zmocňuje Českou národní banku uveřejnit ve Věstníku České národní banky přehled vybraných uznávaných standardů a přehled vybraných vydavatelů uznávaných standardů a srovnávací standardy (benchmark), jejichž obsahem jsou očekávání České národní banky při naplňování požadavků této vyhlášky. **Nejen, že jsou zde do právních předpisů vtaženy pravidla *soft law*, u nichž není jisté, o jaké standardy se jedná, ale zmocnění pro Českou národní banku uveřejňovat standardy je zde stanoveno prováděcí právní úpravou.**

Ustanovení § 9 odst. 4 ObezV je pravděpodobně pokusem o zakotvení koncepce *safe harbour*, neboť povinná osoba splní výše uvedenou povinnost ustanovení § 9 odst. 2 ObezV promítnutím uznávaných standardů do svých vnitřních předpisů, může však zvolit i jakékoliv

jiné standardy. **Taková právní úprava je nejen v rozporu s evropskou právní úpravou, ale lze ji považovat celkově za zbytečnou.**

Důvodová zpráva k ObezV sama přiznává²¹⁴, že do tuzemské závazné právní úpravy vtahuje celou řadu nezávazných dokumentů mezinárodních a evropských organizací. To však nelze v právním státě považovat za přípustné, neboť je tím do značné míry, byť nepřímo, obcházen ústavní pořádek České republiky, zejména článek 2 odst. 2 Listiny základních práv a svobod, který stanoví, že státní moc lze uplatňovat jen v případech a v mezích stanovených zákonem, a to způsobem, který zákon stanoví. Sekundární legislativa má sloužit jen a pouze k provedení legislativy primární, a to plně v souladu s článkem 79 Ústavy České republiky, tedy v na základě a v mezích zákona, jsou-li k tomu zákonem zmocněny.

Směrnice ID v čl. 9 vyžaduje, aby *vedoucí osoby (a případně dozorčí orgán) v rámci vnitřního rozdělení úkolů odpovídaly za zajištění plnění povinností, které pro podnik vyplývají ze směrnice 2004/39/ES*. V této souvislosti je v ObezV obsažena řada ustanovení, která činí představenstvo povinné osoby za něco odpovědné nebo mu stanoví povinnost něco zajistit. **Vzhledem k tomu, že představenstvo nemá právní subjektivitu a nelze mu tedy ukládat žádné povinnosti, mají tato ustanovení vyhlášky pouze deklaratorní význam.** Nicméně nelze vyloučit, že poskytovatel investičních služeb bude ve správním řízení na základě složité právní konstrukce potrestán za to, že jeho představenstvo něco nezajistilo a on tedy nemá odpovídající řídicí a kontrolní systém. Takový způsob formulace právních předpisů však nelze považovat za vhodný. S tím souvisí i skutečnost, že evropská právní úprava vychází z konceptu vedoucích osob a jejich povinností a ObezV tuto koncepci nejen nepřebírá, ale pokouší se v § 17 o vlastní definici „vrcholného vedení“, kterému rovněž přisuzuje řadu odpovědností. Jak ovšem tyto osoby odpovídají? Rozhodně ne podle práva, neboť v sankčních ustanoveních ZPKT na ně není pamatováno (s výjimkou ustanovení § 167 odst. 1 ZPKT, který trestá vedoucí osobu za neoznámení některých skutečností licenčního charakteru České národní bance). Lze tak souhlasit s autory komentáře k zákonu o bankách (Pihera,

²¹⁴ V zásadě jednotlivá pravidla obezřetného podnikání v návrhu vyhlášky vycházejí kromě směrnic ES také v obecné rovině z dokumentu vydaného Basilejským výborem pro bankovní dohled, z tzv. *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Naplnění základních principů uvedených v tomto dokumentu by mělo být hlavním cílem pro zajištění integrity bankovních sektorů v mezinárodním měřítku; z konkrétních doporučení Basilejského výboru pro bankovní dohled (dále jen „BCBS“); z doporučení Evropského výboru bankovních regulátorů (dále jen „CEBS“) k jednotlivým obecným ustanovením směrnic ES, neboť Česká národní banka se k jejich respektování přihlásila...

Smutný a Sýkora 2011: 107)²¹⁵, že **se jedná nikoliv o založení zvláštní odpovědnosti členů představenstva, ale o zakotvení požadavku na úpravu určitého rozsahu kompetencí v základajících dokumentech regulovaného subjektu**. Ostatně, vyhláška by ani takovou odpovědnost založit nemohla.

Co se týče ostatních organizačních požadavků podle směrnice MiFID a ID, lze konstatovat, že jsou implementovány uspokojivým způsobem, nicméně především špiše díky obecně formulovanému textu uvedených evropských právních předpisů, např. v případě systému vnitřního hlášení a předávání informací a neslučitelnosti funkcí, než záměrnou snahou tuzemského zákonodárce.

b) compliance

Evropská právní úprava vyžaduje, aby poskytovatel investičních služeb měl postupy k odhalování případného rizika, že nesplní své právní povinnosti (compliance riziko) a k minimalizaci tohoto rizika, umožnil výkon dohledu ze strany veřejnoprávních subjektů a měl stálou a účinnou funkci compliance, která bude uvedené postupy sledovat a pravidelně vyhodnocovat. V tuzemské právní úpravě je tak jednak chybně pojmána funkce compliance jako průběžná kontrola dodržování povinností obchodníka s cennými papíry plynoucích z tohoto zákona, jiných právních předpisů a z vnitřních předpisů obchodníka s cennými papíry (§ 12a odst. 1 písm. c) bod 2. ZPKT), jednak je **prováděcí právní úprava v zásadním rozporu s tím, co požaduje směrnice ID**. ObezV v ustanovení § 32 odst. 1 jednak rozšiřuje funkci compliance na soulad vnitřních předpisů s právními předpisy a vzájemný soulad vnitřních předpisů, jednak vůbec nestanoví úkoly compliance alespoň v rozsahu čl. 6 odst. 2 ID ani požadavky na fungování compliance podle čl. 6 odst. 3 ID, zejména, že nesmí účastnit výkonu služeb či činností, jež sleduje. Nedostatky implementace požadavků směrnic MiFID a ID jsou v případě compliance tak závažné, že existuje výrazné riziko zahájení řízení o porušení práva EU ze strany Evropské komise podle čl. 258 SFEU.

c) řízení finančních rizik

Součástí řídicího a kontrolního systému je také systém řízení rizik (§ 12a odst. 1 písm b) ZPKT. Prováděcí právní úprava je obsažena v ObezV a kvůli styčným bodům s regulací

²¹⁵ *Z hlediska bank je zvlášť významná odpovědnost členů představenstva za implementaci a zajištění funkčnosti řídicího a kontrolního systému, které blíže specifikuje vyhláška...Ve své podstatě je v tomto ohledu úpravu v ObezV nutné chápat jako konkretizaci náplně působnosti představenstva.. Pojem „odpovědnost“ je v této souvislosti v ObezV použit nevhodně a spíše se měla na mysli právě působnost. Pochyby lze mít i o tom, že by vyhláška k zákonu o bankách mohla přímo zakládat odpovědnost, ať už soukromoprávní nebo veřejnoprávní..*

kapitálové přiměřenosti a dalších aspektů obezřetnostních pravidel v užším smyslu tvoří velmi podstatnou část této vyhlášky a jejích příloh. Systém řízení rizik zahrnuje pravidla přístupu obchodníka s cennými papíry k rizikům, kterým obchodník s cennými papíry je nebo může být vystaven, včetně rizik vyplývajících z vnějšího prostředí a rizika likvidity, postupy rozpoznávání, vyhodnocování, měření, sledování a ohlašování rizik a postupy přijímání opatření vedoucích k omezení rizik. ObezV, v oblasti systém uřízení rizik jinak velmi důsledná, **neimplementuje čl. 7 odst. 2 ID, tedy řešení otázky, kdy je a kdy není nutné zřídit funkci pro řízení finančních rizik, jejíž vykonavatel jedná nezávisle.** Nad rámec směrnic MiFID a ID jsou stanoveny požadavky na řízení rizik spjatých s novými produkty, činnostmi a systémy (§ 30 ObezV).

d) interní audit

Podle ustanovení § 12a odst. 1 písm. c) bod 1. ZPKT je součástí pravidel vnitřní kontroly, která jsou součástí řídicího a kontrolního systému poskytovatele investičních služeb, také vnitřní audit. Prováděcím ustanovením je především § 33 ObezV, podle něhož povinná osoba zajistí trvalý a účinný výkon vnitřního auditu a podrobnosti stanoví v příloze č. 2. ObezV však v rozporu se směrnicí ID vychází z organizačního a nikoliv funkčního chápání interního auditu a stanoví, že výkon vnitřního auditu zajistí povinná osoba prostřednictvím alespoň jednoho zaměstnance, outsourcingu nebo kombinací. **V české právní úpravě tak není naplněn požadavek čl. 8 ID,** podle kterého členské státy vyžadují od investičních podniků, pokud to je vhodné a přiměřené s ohledem na povahu, rozsah a složitost jejich předmětu podnikání i s ohledem na charakter a škálu investičních služeb a činností vykonávaných během výkonu tohoto předmětu podnikání, aby zřídily a udržovaly funkci auditu, která je oddělena od jiných funkcí a činností investičního podniku, je na nich nezávislá. Česká právní úprava tedy chybně vůbec nepočítá se situací, že by vnitřní audit nebyl organizačně zajištěn a je tak v jednoznačném rozporu s evropskou právní úpravou.

e) osobní obchody

Právní úprava osobních obchodů je obsažena především v PravISV, pouze definici osobního obchodu upravuje ZPKT, a to v § 2 odst. 1 písm. k). Lze konstatovat, že v případě osobních obchodů tuzemská právní úprava odpovídá právní úpravě evropské.

4.1.2.2. Pravidla pro střet zájmů

Pravidla pro řízení střetu zájmů považuji za natolik zajímavou problematiku, že jsem se rozhodl věnovat jí ve své disertační práci zvýšenou pozornost (viz výše bod 4.1.1.2.). Co se týče samotné implementace požadavků směrnic MiFID a ID do českého právního řádu, především prostřednictvím vyhlášky PravISV, lze ji považovat za uspokojivou. Bylo by však vhodné upravit definici analýzy investičních příležitostí (§ 4 odst. 7 ZPKT) tak, aby odpovídala čl. 24 odst. 1 ID.

4.1.2.3. Pravidla outsourcingu

Pravidla outsourcingu jsou v tuzemské právní úpravě obsažena především v ustanovení § 12d ZPKT (*Činnosti vykonávané prostřednictvím jiné osoby*), které v zásadě správně přebírá evropskou právní úpravu a v ustanovení § 11 ObezV, které je pokusem o prováděcí právní úpravu, nicméně **díky přílišné obecnosti použitých výrazů některé konkrétní požadavky směrnice ID neimplementuje**. Jedná především o obecný požadavek postupovat při uzavírání, správě a ukončování dohod o outsourcingu s náležitou odbornou péčí a obezřetností (čl. 14 odst. 2 ID), o požadavek, aby outsourcing nevedl k delegování vlastní odpovědnosti vedoucích osob (čl. 14 odst. 1 písm. a) ID), o povinnost vypracovat metody hodnocení úrovně výkonů poskytovatele služeb (čl. 14 odst. 2 písm. b) ID), o požadavek být schopen vypovědět dohodu o outsourcingu v případě nutnosti, aniž by to mělo škodlivý vliv na kontinuitu a kvalitu jím poskytovaných služeb zákazníkům (čl. 14 odst. 2 písm. g) ID), o požadavek mít účinný přístup k údajům o externě zajišťovaných činnostech a do provozních prostor poskytovatele služeb (čl. 14 odst. 2 písm. i) ID) a o požadavek chránit utajované informace (čl. 14 odst. 2 písm. j) ID).

ObezV dále poněkud nesmyslně vyžaduje, aby povinná osoba zajistila, aby v souvislosti se sjednáním nebo využíváním outsourcingu nebyly ohroženy předpoklady pro řádný a obezřetný výkon činnosti povinné osoby, což je podle mého názoru situace, která nemůže nastat a jde pravděpodobně o neúspěšný pokus o naplnění zmocnění podle § 12f písm. b) bod 4. ZPKT, které se ovšem týká zajištění řádného a obezřetného výkonu činnosti jinou osobou.

V souvislosti s výše uvedenou chybou v české verzi příslušného ustanovení ID je nevhodné i znění § 12d odst. 6 ZPKT, který by místo *Pokud nejsou splněny podmínky stanovené v odstavci 5* měl obsahovat text *Pokud není splněna alespoň jedna podmínka stanovená v odstavci 5*. Článek 15 odst. 3 ID vyžaduje, aby členské státy zveřejnily nebo

vyžadovali od příslušných orgánů, aby zveřejnily prohlášení o svých zásadách, pokud jde o outsourcing do třetích zemí, které musí obsahovat příklady případů, kdy příslušný orgán nebude či pravděpodobně nebude namítat proti takovému outsourcingu. Tento článek směrnice ID není naší právní úpravou nijak reflektován.

4.1.2.4. Pravidla ochrany majetku

V české právní úpravě je ochrana majetku zákazníka, který je definován v ustanovení § 2 odst. 1 písm. h) ZPKT, obsažena v § 12e ZPKT a v § 4 až 9 PravISV. Na rozdíl od evropské právní úpravy je zákaznický majetek chráněn nejen proti využití poskytovatelem investičních služeb na vlastní účet, ale i proti využití k obchodům na účet jiného zákazníka.

V tuzemské právní úpravě není implementován čl. 17 odst. 2 ID, podle kterého *členské státy zajistí, že pokud úschova finančních nástrojů na účet jiné osoby podléhá zvláštní regulaci a dohledu v zemi, kde investiční podnik navrhuje uložit finanční nástroje zákazníka u třetí strany, investiční podnik neuloží tyto finanční nástroje v této zemi u třetí strany, která není předmětem regulace a dohledu.*

Tuzemská právní úprava používání investičních nástrojů zákazníka je rovněž nedodatečná a to v několika směrech. Především směrnice ID stanoví zákaz *uzavírat dohody o obchodech spočívajících ve financování cenných papírů ve vztahu k finančním nástrojům, které drží na jméno zákazníka nebo aby s takovými finančními nástroji disponovaly na vlastní účet nebo na účet jiného zákazníka podniku*, pokud nejsou splněny stanovené podmínky. To je ovšem něco jiného než *použít investiční nástroje zákazníka k obchodu na vlastní účet nebo na účet jiného zákazníka* (§ 8 PravISV), neboť evropská úprava se jednak neomezuje pouze na „obchody“, jednak se vztahuje i na další typy dohod. Nadbytečný je požadavek, aby souhlas zákazníka byl *uveden na samostatné listině a v případě elektronického kontaktu samostatnou datovou zprávou*. Ustanovení § 8 odst. 2 PravISV dále nereflektuje rozdíl mezi čl. 19 odst. 1 a odst. 2 ID a nerozlišuje tzv. omnibus (sběrné) účty a jiné druhy účtů.

4.1.3. Shrnutí

S výše uvedené analýzy obezřetnostních pravidel vztahujících se na poskytovatele investičních služeb je patrné, že **nedostatky se objevují především tam, kde proběhl pokus o sloučení některých požadavků na bankovní a nebankovní poskytovatele investičních služeb**. Tato skutečnost vedla ke snížení eurokonformity příslušných požadavků a tím i ke snížení právní jistoty, především v důsledku absence možnosti eurokonformního výkladu.

Markantní jsou tyto problémy především v oblasti vnitřní kontroly (compliance, interní audit, funkce řízení rizik), organizačních požadavků a pravidel outsourcingu. Aplikační nejistota se objevuje především v oblasti střetu zájmů, zde již ovšem na evropské úrovni, a organizačních požadavků, a to zejména díky nejasnosti terminologie použité k vyjádření právní povinnosti. **Obezřetnostní pravidla se v případě poskytovatelů investičních služeb v souhrnu vyznačují velmi nízkou mírou souladu s evropským právem, relativně dobrou aplikovatelností a sníženou mírou právní jistoty.** Zhodnocení jednotlivých oblastí znázorňuje následující tabulka:

skupina pravidel	právní jistota	aplikovatelnost	eurokonformita
ŘKS - organizační požadavky	- -	-	- - -
ŘKS - systém řízení rizik	+	++	-
ŘKS - vnitřní kontrola	- -	++	- - -
střet zájmů	-	-	+++
outsourcing	+	+	- -
ochrana majetku	++	++	++
souhrn	-	+++++	- - - -

Tab. 2 Obezřetnostní pravidla poskytovatelů investičních služeb

Obezřetnostní pravidla v segmentu poskytovatelů investičních služeb mají z hlediska právní vědy specifické postavení v tom, že již byla předmětem soudních sporů, jejichž konečné rozhodnutí je veřejně dostupné, neboť se jedná o rozsudky Nejvyššího správního soudu, a navíc se tato rozhodnutí neomezují na problematiku procesněprávní, resp. problematiku teoretických otázek správního trestání, ale zabývají se rovněž meritem věci.

Z hlediska problematiky zkoumané v této disertační práci lze poukázat především na rozsudek 8 Afs 17/2012 – 375 ve sporu obchodníka s cennými papíry PROVENTUS Finance, a. s. s Českou národní bankou.

Podle rozhodnutí České národní banky poskytovatel investičních služeb nezajistil výkon funkce compliance přiměřeně charakteru, rozsahu a složitosti jeho činnosti, protože v jistém období (i) pracovník pověřený výkonem této funkce nebyl na pracovišti dlouhodobě přítomen a (ii) pracovník vykonávající tuto funkci neměl dostatečnou odbornou způsobilost.

Byť takovou povinnost zákon nestanovil, měl podle názoru České národní banky poskytovatel investičních služeb zajistit výkon funkce compliance odborně způsobilou osobou, neboť odpovídající personální zajištění je jednou z nezbytných podmínek řádného fungování řídicího a kontrolního systému (bod 96 rozsudku). Poskytovatel investičních služeb

byl v tomto případě potrestán na základě deliktu podle § 157 odst. 3 ZPKT v relevantním znění²¹⁶ a na základě deliktu podle § 157 odst. 4 ZPKT v relevantním znění²¹⁷, který se však vztahoval (a stále vztahuje) na zaměstnance, pomocí nichž poskytovatel investičních služeb provádí svou činnost. Takovou osobou totiž zaměstnanec compliance nepochybně není. Naopak, taková osoba se nesmí účastnit výkonu služeb či činností, jež sleduje (čl. 6 odst. 3 směrnice ID a tehdy platný § 19 odst. 4 písm. b) Vyhlášky 237). Na zaměstnance compliance však nedopadá ani § 14 ZPKT, a to ze stejného důvodu jako v případě ustanovení § 157 odst. 4 ZPKT.

Je evidentní, že k potrestání poskytovatele investičních služeb bylo použito extenzivního výkladu zákona, neboť zajištění výkonu funkce compliance v rámci řídicího a kontrolního systému (§ 12 a násl., § 157 odst. 3 ZPKT) bylo zcela zjevně záležitostí organizačního uspořádání, aniž by zákon kladl na danou osobou jakékoliv další požadavky (k tomu došlo až po uvedeném jednání, a to přijetím vyhlášky č. 143/2009 Sb.). Ve Vyhlášce 237, která měla být provedením čl. 6 ID, nebyla problematika odborných znalostí paradoxně vůbec zmíněna.

Nad rámec právě zkoumaného rozhodnutí je tedy zjevné, že **§ 14 i § 157 odst. 4 ZPKT jsou formulovány a chápány chybně, neboť vycházejí z konceptu „osob, pomocí nichž je vykonávána nějaká činnost“**. Směrnice ID oproti tomu v čl. 5 písm. d) stanoví povinnost **zaměstnávat personál s takovými dovednostmi, vědomostmi a odbornými znalostmi, jaké jsou potřebné ke splnění přidělených povinností, což je zřejmý rozdíl**. Požadavky na odbornost se tedy na osobu vykonávající funkci compliance vztahují, byť na základě problematického zmocnění podle § 14 odst. 3 ZPKT, nicméně za jejich nedodržení není možné ani v současné době poskytovatele investičních služeb potrestat. Lze tedy souhlasit s Nejvyšším správním soudem, že *Skutková podstata § 157 odst. 4 ve spojení s § 14 zákona o podnikání na kapitálovém trhu tak byla dostatečně určitá pro to, aby žalovaná mohla uložit sankci za porušení příslušné povinnosti*, nicméně nikoliv za porušení povinnosti související s výkonem funkce *compliance*. Stejně tak nepochybné je, že příslušná ustanovení směrnice ID byla do našeho právního řádu transponována chybně. Vzhledem k právě naznačeným

²¹⁶ *Obchodník s cennými papíry nebo zahraniční osoba, která má sídlo ve státě, který není členským státem Evropské unie, a která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím organizační složky, se dopustí správního deliktu tím, že poruší povinnost obezřetného poskytování investičních služeb podle § 12, 12c, 12d nebo 12e.*

²¹⁷ *Obchodník s cennými papíry, zahraniční osoba, která má sídlo ve státě, který není členským státem Evropské unie, a která poskytuje investiční služby v České republice prostřednictvím organizační složky, nebo investiční zprostředkovatel se dopustí správního deliktu tím, že provádí svou činnost pomocí osoby, která nesplňuje podmínky podle § 14.*

důvodům nelze totiž souhlasit se závěrem Nejvyššího správního soudu, že *Požadavek § 14 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, aby zaměstnanci obchodníka s cennými papíry měli znalost postupů a předpisů nezbytných pro plnění svých povinností, odpovídá požadavkům uvedených směrnic* (bod 111 rozsudku). Díky tomu je také nepravdivý závěr Nejvyššího správního soudu podle bodu 112²¹⁸, neboť do vydání vyhlášky 143/2009 Sb., nemohla být osoba vykonávající funkci *compliance* podrobena režimu § 14 ZPKT a ani potrestána dle § 157 odst. 4 ZPKT. „Řešení“ spočívající ve využití deliktu dle § 157 odst. 3 ZPKT ve spojení s § 12 ZPKT, tedy využití požadavku na odbornost osob jako předpokladu „fungování“ řídicího a kontrolního systému, je nepochybně v rozporu s požadavkem právní jistoty. Stejně argumenty pak Nejvyšší správní soud využívá v případě vnitřního auditu a řízení rizik (body 113 až 131 rozsudku).

Rozsudek Nejvyššího správního soudu 8 Afs 17/2012 – 375 se rovněž týkal problematiky střetu zájmů. Nedostatkem bylo ve správním řízení shledáno, že poskytovatel investičních služeb nezavedl *dostatečné postupy pro zjišťování a řízení střetu zájmů mezi ní a zákazníky nebo potenciálními zákazníky nebo těmito zákazníky navzájem* jak vyžadovalo ustanovení § 12 písm. b) ZPKT. Podle Nejvyššího správního soudu *V nyní posuzované věci byla nedostatečnost vnitřních předpisů zcela zjevná a nejednalo se o hraniční případ. Vnitřní předpis „Popis opatření k zamezení střetu zájmů“ neupravoval dostatečně všechny oblasti, ve kterých mohlo ke střetu zájmů dojít, neobsahoval popis kompetencí jednotlivých útvarů ani vstupních práv do informačního systému, ani nestanovil konkrétní pravidla pro řešení střetu zájmů* (bod 133 rozsudku). To však ZPKT nevyžadoval a nevyžaduje to, i s přihlédnutím k příslušné části PraISV, ani nyní. Příkladem nedostatečné úpravy střetu zájmů ve vnitřních předpisech byla kumulace funkcí u jednoho ze zaměstnanců poskytovatele investičních služeb, nicméně žádná pravidla neslučitelnosti funkcí tehdejší právní úprava, oproti jednoznačné právní úpravě předchozí, neobsahovala, ani stále neobsahuje. **Vytýkaná nedostatečnost vnitřních předpisů je tedy v rozporu s požadavky zákona a tedy i**

²¹⁸ Nejvyšší správní soud proto uzavřel, že žalovaná měla dostatečný zákonný podklad pro uznání stěžovatele vinným ze spáchání předmětného správního deliktu a neporušila zásadu *nullum crimen sine lege certa*. Přestože zákon o podnikání na kapitálovém trhu nestanovil přesný výčet požadavků na odborné znalosti pro výkon funkce *compliance*, požadoval, aby zaměstnanci obchodníka s cennými papíry znali postupy a předpisy nezbytné pro plnění svých povinností. Stěžovatel si proto měl a musel být vědom, že porušuje povinnost stanovenou v § 14 zákona o podnikání na kapitálovém trhu, pokud výkonem funkce *compliance* pověřil osobu, která měla jen minimální znalosti potřebné pro výkon dané funkce.

v rozporu s principem právní jistoty. Pokud by tento nedostatek měl být nějak trestán, tak na základě ustanovení § 12a odst. 1 písm. a) bod 2 ZPKT.²¹⁹

Další ukázkou svévolného výkladu práva, a to dokonce jednou z nejvyšších tuzemských soudních instancí, je rozsudek Nejvyššího správního soudu 1 Afs 67/2012 – 48, který se mj. týká otázky požadavku písemné formy jednak v případě sjednávání investiční strategie, jednak v případě informací poskytnutých zákazníkovi.

Nelze souhlasit s názorem Nejvyššího správního soudu, že *Názor městského soudu však vychází z nepochopení regulatorní funkce právních norem, které jsou často formulovány jen velmi obecným způsobem. Je nepochybné, že stěžovatelka podala rozumnou a velmi detailní interpretaci* (bod 31 výše uvedeného rozsudku). O rozumnou a velmi detailní interpretaci se mohlo nepochybně jednat, nicméně šlo, samozřejmě, o interpretaci vůči posuzovanému jednání *ex post*. Adresát právní normy neměl žádnou možnost tuto interpretaci předvídat a mohl předmětná ustanovení vykládat odlišně. V čem spočívá ono nepochopení regulatorní funkce právních norem, se z rozsudku nedozvíme. Nejvyšší soud také akceptuje jako primární výkladovou metodu přístup teleologický (bod 35 výše uvedeného rozhodnutí), s čím se v žádném případě nelze ztotožnit. Pasáž *Vyšla* (stěžovatelka – pozn. B.Č.) *z účelu § 47b odst. 1 písm. a), jímž je zajistit, aby zákazníkovi byla poskytnuta služba, která nejlépe odpovídá jeho zkušenostem v oblasti investování na kapitálovém trhu, finanční situaci a jeho záměrům. Z logiky ustanovení vyplývá, že jednání obchodníka vůči zákazníkům musí být průkazné, typicky písemné* je jasnou ukázkou svévolného a iracionálního výkladu právních norem. Jaká je „logika ustanovení“, ze které vyplývá požadavek písemné formy jednání poskytovatele investiční služby vůči zákazníkovi? Adresátovi textu právního pravidla pravděpodobně nedostupná. Nejvyšší správní soud ve svém rozhodnutí pak zcela opomněl ustanovení § 37a odst. 2 ZCP v relevantním znění, ze kterého je písemnost sjednání investiční strategie ve smlouvě se zákazníkem velmi snadno odvoditelná. Stejně neudržitelným způsobem odůvodňuje Nejvyšší správní soud požadavek písemného upozornění na důležité skutečnosti související s obchodem, zejména na možná rizika, v rozhodnutí 5 A 164/2002 – 44: *S ohledem na shora vyvozený účel a smysl § 47b odst. 1 písm. e) zákona o cenných papírech proto nelze považovat za dostatečné, pokud žalobce své zákazníky informoval o těchto službách pouze ústně. Informace o těchto obchodech měl nepochybně předložit svým zákazníkům písemně*

²¹⁹ Řídící a kontrolní systém zahrnuje organizační uspořádání s řádným, průhledným a uceleným vymezením činností a s nimi spojených působností a rozhodovací pravomoci, v rámci, kterého se současně vymezí funkce, jejichž výkon je neslučitelný.

[...] a měl jim s ohledem na jejich odborné znalosti a zkušenosti vysvětlit důsledky a rizika z nich plynoucí tak, aby je pochopili a mohli se podle nich se znalostí věci rozhodnout. Jaká je souvislost mezi znalostmi a zkušenostmi zákazníka, jejich porozuměním a informovaným rozhodováním a písemnou nebo ústní formou podání informace? Jakými vlastnostmi se vyznačuje zákazník, kterému stačí poskytnout informaci ústně a jak se odlišuje od toho zákazníka, který musí obdržet informaci písemně? Těmito otázkami se Nejvyšší správní soud evidentně nezabýval, byť z jeho závěrů vyplynuly pro daného poskytovatele investičních služeb zásadní důsledky. Zbývá dodat, že je to až současná právní úprava (historický výklad *a contrario* je nepochybně stejně relevantní jako výklad teleologický použitý Nejvyšším správním soudem), která stanoví povinnost poskytovat vybrané typy informací v listinné podobě nebo na tzv. trvalém nosiči dat (§ 15e ZPKT).

Vzhledem k právě uvedenému je tedy nutné souhlasit s názorem Městského soudu v Praze, že *Dle soudu se snad jedná o racionální, leč zcela mimoprávní úvahy žalované. Absenci konkrétních povinností v zákonné normě nelze nijak nahradit či suplovat úvahami a závěry orgánu veřejné moci, kterými jsou nejprve tyto povinnosti koncipovány* (bod 6 výše uvedeného rozsudku). Pokud chtěl zákonodárce, aby některé formy jednání poskytovatele investičních služeb měly písemnou formu, měl to stanovit v některém z formálních pramenů práva.

4.2. Subjekty kolektivního investování

4.2.1. Evropská právní úprava

Směrnice UCITS IV (čl. 12) vyžaduje, aby správcovská společnost²²⁰ používala: (i) řádné administrativní a účetní postupy, (ii) kontrolní a ochranná opatření při elektronickém zpracovávání dat, (iii) mechanismy vnitřní kontroly, mezi něž patří zejména pravidla pro osobní transakce prováděné jejími zaměstnanci a pro držení nebo správu investic do finančních nástrojů s cílem investovat na vlastní účet, a které přinejmenším zajišťují, aby každá transakce, do níž je SKIPCP zapojen, mohla být rekonstruována podle svého původu, podle zúčastněných stran, povahy a doby a místa, kdy a kde byla uskutečněna, a aby aktiva SKIPCP spravovaná správcovskou společností byla investována v souladu se statutem fondu nebo zakládacími dokumenty a platnými právními předpisy. Správcovská společnost má být

²²⁰ Obdobná pravidla platí pro investiční společnosti, které nestanovily správcovskou společnost (čl. 30 a 31 UCITS IV). V případě odkazů k textu evropských směrnic používám pojem správcovská společnost (*management company*) pro obhospodařovatele a SKIPCP pro spravovaný fond. V případě AIFMD používám pojem správce.

dále (iv) strukturována a organizována tak, aby se minimalizovalo riziko střetu zájmů mezi společnostmi a jejich klienty, mezi klienty společnosti navzájem, mezi jedním z jejích klientů a SKIPCP nebo mezi dvěma SKIPCP.

Zároveň však UCITS IV upravuje některá obezřetnostní pravidla v čl. 14, který se jinak týká pravidel jednání správcovské společnosti. Jedná se o povinnost mít a skutečně využívat prostředky a postupy, které jsou nezbytné pro řádný výkon obchodní činnosti, snažit se vyhnout střetům zájmů, a v případě, že se jim vyhnout nelze, zajistit, že SKIPCP, který spravuje, bude poskytnuto spravedlivé zacházení a dodržovat všechny předpisy vztahující se na provozování její obchodní činnosti v nejlepším zájmu svých investorů a integrity trhu.

K provedení směrnice UCITS IV byla vydána směrnice UCITS IV ID²²¹, podle níž by pravidla a terminologie týkající se organizačních požadavků, střetů zájmů a jednání měla být v co největší míře sjednocena se standardy, které v oblasti finančních služeb zavedly směrnice MiFID a ID. Směrnice ID určitým způsobem definuje administrativní postupy, neboť v recitalu 6 uvádí, že ke splnění požadavku uplatňovat řádné administrativní postupy je třeba vytvořit dostatečně zdokumentovanou organizační strukturu, která jasně rozděluje odpovědnost a zajišťuje spolehlivý tok informací mezi všemi zúčastněnými stranami.

Směrnice AIFMD stanoví základní obezřetnostní pravidla v čl. 12 až 20. V rámci obecných zásad své činnosti mají správci povinnost mít k dispozici a skutečně využívat prostředky a postupy, které jsou nezbytné pro řádný výkon jejich obchodních činností, povinnost podniknout veškeré přiměřené kroky k předcházení střetům zájmů, a není-li možné střetům zájmů předejít, k rozpoznání, řešení a sledování a případně oznámení těchto střetů zájmů s cílem zabránit tomu, aby nežádoucím způsobem ovlivnily zájmy alternativních investičních fondů a jejich investorů, a zajistit poctivé zacházení s alternativními investičními fondy, které spravují, povinnost dodržovat všechny předpisy vztahující se na provozování jejich obchodních činností v nejlepším zájmu alternativních investičních fondů nebo investorů alternativních investičních fondů, které spravují, a v zájmu integrity trhu, a povinnost zacházet se všemi investory alternativních investičních fondů spravedlivě.

Prováděcí nařízení k AIFMD²²² obsahuje obecnou definici vrcholného vedení, kterým se rozumí osoba nebo osoby, které skutečně řídí podnikatelskou činnost správce a případně exekutivní člen nebo členové řídicího orgánu, a definici řídicího orgánu, kterým se rozumí

²²¹ V této části 4.2. disertační práce budu pro přehlednost textu používat pro tuto směrnici označení ID.

²²² V této části 4.2. disertační práce dále jen „IR“.

orgán, jenž má ve správci konečnou rozhodovací pravomoc, zahrnující funkci dohledu a řízení, nebo pouze funkci řízení, pokud jsou tyto dvě funkce oddělené.

Obecné zásady podle čl. 12 odst. 1 AIFMD jsou posuzovány minimálně podle kritérií stanovených v oddíle 1. kapitoly III IR (čl. 16 až 29). V rámci těchto kritérií je vedle obezřetnostních pravidel a pravidel jednání obsažena celá řada pravidel, která nelze jednoznačně zařadit do některé z těchto kategorií, např. povinnost uplatňovat při výběru a průběžném sledování investic vysoký standard opatrnosti. Za povšimnutí stojí také to, že v rámci posuzování, zda správce vykonává činnost čestně, spravedlivě a s patřičnou dovedností, je zkoumáno, zda řídicí orgán správce disponuje řádnými kolektivními znalostmi, dovednostmi a zkušenostmi, aby byl schopen porozumět činnostem správce, zejména hlavním rizikům přítomným v těchto činnostech a v aktivech, do nichž alternativní investiční fond investuje, zda členové řídicího orgánu věnují dostatečný čas řádnému výkonu svých úkolů ve správci, zda každý člen řídicího orgánu jedná čestně, bezúhonně a nezávisle a zda správce věnuje odpovídající zdroje na zaškolení a odbornou přípravu členů řídicího orgánu. Podle čl. 23 odst. 1 IR musí rozhodovací postupy a jeho organizační struktura správce zajišťovat spravedlivé zacházení s investory. Právě zmíněná pravidla tak do značné míry doplňují běžné organizační požadavky.

4.2.1.1. Řídicí a kontrolní systém

a) organizační požadavky, administrativní postupy a kontrolní mechanismus

Do této skupiny pravidel patří (i) obecné požadavky na postupy a organizaci (čl. 4 ID), které v zásadě kopírují organizační požadavky podle prováděcí směrnice k MiFID, (ii) skupina požadavků označených jako „zdroje“, která spojuje personální předpoklady, dohled na činnostmi, jež jsou předmětem outsourcingu a neslučitelnost funkcí, (iii) administrativní a účetní postupy, kam patří problematika vyřizování stížností, elektronické zpracování dat a účetní postupy, (iv) mechanismy vnitřní kontroly, a to kontrola prováděná vedoucími osobami a dozorčím orgánem, *compliance* (v terminologii ID *stálá funkce zajišťování shody s předpisy*), interní audit, řízení rizik, pravidla pro osobní obchody a vedení evidence portfoliových obchodů a pokynů k upsání a vyplacení.

Obecná zásady v oblasti organizační požadavků jsou stanovena v čl. 18 AIFMD. Jedná se o povinnost využívat vhodné a přiměřené lidské a technické zdroje, které jsou nezbytné pro řádnou správu alternativních investičních fondů, uplatňovat řádné administrativní a účetní

postupy a kontrolní a ochranná opatření při elektronickém zpracovávání dat, jakož i příslušné mechanismy vnitřní kontroly, mezi něž patří zejména pravidla pro osobní transakce prováděné jeho zaměstnanci a pro držení nebo správu investic s cílem investovat na vlastní účet, a jež přinejmenším zajišťují, aby každá transakce, do níž jsou alternativní investiční fondy zapojeny, mohla být rekonstruována, a aby aktiva alternativních investičních fondů byla investována v souladu se statutem či zakládacími dokumenty alternativního investičního fondu a v souladu s platnými právními předpisy.

Další obecné organizační požadavky, vedle zmíněných obecných zásad, obsahují čl. 57 až 66 IR. Tyto obecné organizační požadavky v zásadě odpovídají podobným požadavkům podle směrnice UCITS IV, potažmo dle směrnice ID, s některými specifiky danými odlišným charakterem podnikání správců alternativních fondů. Určitou zvláštností je čl. 60 IR *Kontrola prováděná řídicím orgánem, vrcholným vedením a funkcí dohledu*, kde jsou vymezeny základní organizační odpovědnosti řídicího orgánu, vrcholného vedení a funkce dohledu, a požadavky na vedení specifických typů evidencí.

Mezi organizační požadavky zařazuje AIFMD také problematiku oceňování aktiv alternativního investičního fondu (čl. 19), pro které musí být zavedeny vhodné a konzistentní postupy. Za podmínek stanovených AIFMD je oceňování prováděno externím znalcem, který je osobou nezávislou na alternativním investičním fondu, správci nebo na jiné osobě s úzkou vazbou na alternativní investiční fond nebo správce, nebo správcem samotným, pokud je oceňování funkčně odděleno od správy portfolia a pokud zásady odměňování a další opatření zajišťují omezení střetů zájmů a brání nepřípustnému ovlivňování zaměstnanců. Podrobnosti obsahují čl. 67 až 74 IR.

b) obezřetnostní pravidla zařazená mezi pravidla jednání

Do této skupiny pravidel lze zařadit především takové požadavky ID týkající se zavedení celé řady opatření, která povedou k dodržování pravidel jednání *stricto sensu*. Jde např. o povinnost stanovit písemné politiky a postupy jednání s náležitou opatrností a zavést účinná opatření zajišťující, aby investiční rozhodnutí jménem spravovaného fondu byla prováděna v souladu s cíli, investiční strategií a mezemi pro rizika dotyčného fondu nebo o povinnost zavést politiku provádění obchodů za nejlepších podmínek a pravidla sdružování pokynů.

c) řízení rizik

Samostatnou kapitolu věnuje směrnice ID otázkám řízení rizik (čl. 38 a násl.). Základními povinnostmi jsou zde především mít politiku řízení rizik (čl. 38) a pravidelně ji přezkoumávat (čl. 39). Dále jsou stanoveny konkrétní požadavky na měření a řízení rizik a postupy pro některá specifická rizika.

V případě řízení rizik u alternativních fondů kolektivního investování je základní povinností (čl. 15 AIFMD) správce funkčně a hierarchicky oddělit činnosti řízení rizik od provozních jednotek, včetně od činností správy portfolia, přičemž funkční a hierarchické oddělení činností řízení rizik přezkoumají příslušné orgány domovského členského státu správce v souladu se zásadou proporcionality a správce musí být za všech okolností schopen prokázat, že přijatá zvláštní opatření k předcházení střetu zájmů umožňují nezávislé provádění činností řízení rizik a že proces řízení rizik průběžně splňuje požadavky čl. 15 AIFMD a je účinný. Správce má dále povinnost zavést přiměřené systémy řízení rizik, aby mohl zjišťovat, měřit, řídit a sledovat veškerá rizika související s investiční strategií každého alternativního investičního fondu a rizika, kterým je nebo smí být každý alternativní investiční fond vystaven, a přezkoumávat systémy řízení rizik v přiměřených intervalech, avšak nejméně jedenkrát ročně, a upravovat je v případě potřeby. Zvláštní pravidla jsou v této souvislosti stanovena pro využívání pákového efektu, řízení likvidity a investování do sekuritizovaných pozic.

Jako zvláštní skupinu rizik určuje IR provozní rizika, zejména rizika spojená s profesní odpovědností²²³ (čl. 12 až 15). Povinností správce je v této souvislosti především zavést účinné vnitřní postupy a procedury řízení provozního rizika s cílem řádně identifikovat, měřit, řídit a sledovat provozní rizika, včetně rizik spojených s profesní odpovědností, jimž je nebo může přiměřeně být vystaven, přičemž činnosti řízení provozního rizika se provádějí nezávisle v rámci politiky řízení rizik. Správce má také povinnost zřídit databázi minulých ztrát, do níž se zaznamenávají veškerá provozní selhání, ztráty a škody. Rizika spojená s profesní odpovědností může správce krýt prostřednictvím dodatečného kapitálu (čl. 14 IR) nebo prostřednictvím pojištění odpovědnosti za škodu způsobenou při výkonu povolání (čl. 15 IR).

IR obsahuje podrobnější úpravu řízení rizik v čl. 38 až 45. Za povšimnutí stojí především definice systémů řízení rizik, kterými se rozumí systémy sestávající z příslušných prvků

²²³ Jde o rizika ztráty nebo škody způsobených příslušnou osobou v důsledku nedbalosti při provádění činností, za něž správce nese právní odpovědnost (čl. 12 odst. 1 IR – AIFMD).

organizační struktury správce, přičemž hlavní úlohu mají stálá funkce řízení rizik, politiky a postupy týkající se řízení rizik relevantních pro investiční strategii každého alternativního investičního fondu, a opatření, procesy a metody související s měřením a řízením rizik, které správce používá pro každý spravovaný alternativní investiční fond. Základní povinností správce je tak především zřídit a udržovat stálou funkci řízení rizik s rozsahem činnosti odpovídajícím alespoň čl. 39 IR. Zároveň jsou stanoveny podmínky pro funkční a hierarchické oddělení funkce řízení rizik (čl. 42 IR – AIFMD) a zvláštní ochranná opatření proti střetům zájmů.

d) odměňování

Zvláštní pozornost věnuje AIFMD odměňování určitých kategorií osob odpovědných za činnosti spojené s podstupováním rizik a požaduje (čl. 13) zavedení zásad a postupů odměňování, které jsou v souladu s řádným a účinným řízením rizik a v souladu s přílohou II. Tato pravidla nemají ekvivalent ve směrnici UCITS a ID.

4.2.1.2. Pravidla pro střet zájmů

ID stanoví, jaká jsou kritéria pro určení střetu zájmů (čl. 17), povinnost vytvořit, zavést a udržovat účinné písemné postupy k omezení možnosti střetu zájmů (čl. 18), postupy pro zachování nezávislosti při řízení střetu zájmů (čl. 19) a některá další pravidla související se střetem zájmů, především povinnost jednat v nejlepším zájmu spravovaného fondu a jeho podílníků a povinnost o střetu zájmů informovat investory.

Článek 14 AIFMD vyžaduje, aby správci přijali veškerá přiměřená opatření k rozpoznávání střetů zájmů, které vznikají při správě alternativních investičních fondů mezi vyjmenovanými kategoriemi osob. V souvislosti se střetem zájmů musí správci (i) používat účinné organizační a administrativní postupy, aby mohli přijmout veškerá nezbytná opatření k rozpoznání, předcházení, řešení a sledování střetů zájmů s cílem zabránit tomu, aby nežádoucím způsobem ovlivnily zájmy alternativních investičních fondů a jejich investorů, (ii) v rámci vlastního provozního systému od sebe oddělit úkoly a povinnosti, které je možno považovat za vzájemně neslučitelné nebo které mohou vyvolat systémové střety zájmů a (iii) pokud organizační opatření přijatá správcem k rozpoznání, předcházení, řešení a sledování střetů zájmů nejsou dostatečná k tomu, aby s přiměřenou jistotou zajistila, že rizika poškození zájmů investorů budou odvrácena, správce jasně oznámí obecnou povahu nebo zdroje střetů

zájmů investorům předtím, než provede obchod jejich jménem, a přijme vhodné zásady a postupy.

Články 30 až 37 IR se podrobněji věnují problematice střetu zájmů, především vymezují, jaké jsou druhy střetu zájmů, minimální náležitosti, které musí obsahovat písemný postup k omezení možnosti střetu zájmů, organizační opatření k předcházení a zvládání střetu zájmů, evidenci střetu zájmů, některá pravidla informování o střetu zájmů a některé specifické případy střetu zájmů.

4.2.1.3. Pravidla outsourcingu

V čl. 13 UCITS IV upravuje pravidla outsourcingu a přestože je rámcovou směrnicí, činí tak velmi podrobně. Obdobná pravidla outsourcingu jsou stanovena v čl. 20 AIFMD, podle kterého správce, který hodlá pověřit třetí osobu, aby jeho jménem vykonávala jeho úkoly, tuto skutečnost oznámí příslušným orgánům svého domovského členského státu, a to dříve, než toto pověření nabyde účinku. Přitom musí být splněna celá řada podmínek, např. že správce musí být schopen odůvodnit rozsah a objektivní důvody pověření a prokázat, že pověřená osoba má odbornou kvalifikaci a je způsobilá k plnění svěřených úkolů, že byla vybrána s veškerou patřičnou péčí a že je správce schopen kdykoli účinně zkontrolovat výkon svěřené činnosti, vydávat pověřené osobě další pokyny a že je schopen pověření s okamžitou účinností zrušit, je-li to v zájmu investorů. Správce průběžně kontroluje služby, které jednotlivé pověřené osoby poskytují. Zároveň je z důvodu předcházení střetu zájmů stanoven zákaz pověření určitých osob správou portfolia nebo řízením rizik.

AIFMD také stanoví, že odpovědnost správce vůči alternativnímu investičnímu fondu a jeho investorům není dotčena skutečností, že pověřil svými úkoly třetí osobu nebo že tato třetí osoba dále pověřila těmito úkoly jinou osobu, ani nesmí pověřit svými úkoly třetí osobu v takovém rozsahu, že ho nelze nadále považovat za správce, ale za subjekt typu "poštovní schránka". Podmínky další delegace pověření jsou přesně stanoveny.

Podrobná pravidla outsourcingu jsou stanovena v čl. 75 až 82 IR. Jde především o obecné zásady, např. že struktura pověření neumožňuje správcům vyhýbat se své odpovědnosti nebo závazkům, že v důsledku pověření jiné osoby se nemění povinnosti správce vůči alternativnímu investičnímu fondu a jeho investorům nebo že pověření má formu písemné dohody. V čl. 76 IR jsou stanoveny objektivní důvody pro pověření, jímž jsou optimalizace obchodních funkcí a procesů, úspory nákladů, odborné znalosti pověřené osoby v oblasti

administrativy nebo specifických trhů či investic a přístup pověřené osoby ke celosvětovým obchodním systémům. Vymezeny jsou rovněž vlastnosti, jimiž se musí vyznačovat pověřená osoba. V čl. 80 IR je pak obsažena speciální úprava střetu zájmů související s outsourcingem, následující článek uvádí znaky, kdy je správce subjektem typu „poštovní schránka“.

4.2.1.4. Pravidla ochrany majetku

Vzhledem ke specifikům kolektivního investování je majetek investorů chráněn především prostřednictvím pravidel pro alokaci aktiv příslušných fondů a existencí depozitáře. Tato pravidla, byť jde o problematiku přinejmenším stejně zajímavou, nespádají do obezřetnostních pravidel zkoumaných v této disertační práci.

4.2.2. Tuzemská právní úprava

Směrnice UCITS IV a AIFMD a předpisy je provádějící byly do českého právního řádu transponovány prostřednictvím ZISIF, nařízeními vlády a prováděcími vyhláškami České národní banky, především V-ZISIF. Na rozdíl od předchozí právní úpravy ZKI je ZISIF zaměřen na obhospodařovatele investičních fondů (obhospodařování majetku investičních fondů a řízení rizik souvisejících s tímto obhospodařováním) a osoby poskytující administraci takových fondů (administrativní činnosti související s obhospodařováním investičního fondu, typu právních, účetních a daňových služeb, oceňování, marketingu a plnění některých informačních povinností). Na obhospodařovatele i administrátora jsou v rámci obezřetnostních pravidel kladeny obdobné požadavky, přičemž rozdíly lze považovat za natolik nevýznamné, že v dalším textu budu pro zjednodušení hovořit pouze o povinnostech obhospodařovatele.

4.2.2.1. Řídící a kontrolní systém

Základní povinností, vedle povinnosti obhospodařování s odbornou péčí (§ 18 ZISIF), je povinnost obhospodařovatele vykonávat činnost řádně a obezřetně (§ 19 odst. 1 ZISIF). A právě za tímto účelem, tedy k zajištění řádného a obezřetného výkonu činnosti, obhospodařovatel zavede, udržuje a uplatňuje řídicí a kontrolní systém. Tato koncepce, byť v celku racionální, bohužel **neodpovídá systematickému konceptu evropských právních předpisů**, a způsobuje tak zbytečné výkladové a aplikační problémy, podobně jako řídicí a kontrolní systém v případě poskytovatelů investičních služeb.

Ustanovení § 20 ZISIF stanoví hlavní součásti řídicího a kontrolního systému, kterými jsou: (i) **strategické a operativní řízení**, (ii) **organizační uspořádání a vnitřní předpisy**,

kteřé jej upravují, s jasným vymezením činností a s nimi spojených působností a rozhodovacích pravomocí a vymezením funkcí, jejichž výkon je vzájemně neslučitelný, (iii) **systém řízení rizik**, (iv) **systém vnitřní kontroly**.

Dalšími součástmi řídicího a kontrolního systému jsou podle ustanovení § 20 odst. 2 ZISIF a) systém vnitřní a vnější komunikace, b) sledování, vyhodnocování a aktualizace vnitřních předpisů, c) řízení střetů zájmů při výkonu činnosti včetně jejich zjišťování, zamezování a oznamování podílníkům, společníkům nebo obmyšleným tohoto fondu, d) vedení účetnictví obhospodařovatele, e) kontrola činnosti osob, které nejsou jeho pracovníky a pomocí kterých vykonává činnost, f) zajišťování plynulého výkonu činnosti a trvalého fungování tohoto obhospodařovatele na finančním trhu v souladu s předmětem a plánem jeho činnosti, g) zajišťování důvěryhodnosti a nezbytných znalostí a zkušeností osob, pomocí kterých vykonává činnost, h) kontrolní a bezpečnostní opatření při zpracování a evidenci informací, i) evidence o obchodech týkajících se majetku jím obhospodařovaného investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu a kontrola správnosti evidovaných údajů, j) systém odměňování osob, jejichž činnosti v rámci výkonu jejich zaměstnání, povolání nebo funkce mají významný vliv na rizika, kterým může být vystaven on nebo jím obhospodařovaný investiční fond nebo zahraniční investiční fond, a jejich míru, k) pravidla pro využití pákového efektu, l) pravidla pro obchodování s nástroji v rámci sekuritizace a m) zajišťování dodržování pravidel jednání.

ZISIF v oblasti řídicího a kontrolního systému také stanoví obecnou **zásadu ucelenosti a přiměřenosti** (§ 20 odst. 3) a **zásadu pravidelného vyhodnocování** (§ 20 odst. 4). Ustanovení § 20 odst. 5 ZISIF pak zmocňuje Českou národní banku k vydání vyhlášky, která stanoví „požadavky na kvalitativní kritéria“ (sic!) řídicího a kontrolního systému v rozsahu, který neupravuje přímo použitelný předpis Evropské unie, kterým se provádí AIFMD.

Na rozdíl od ZPKT nejsou součástí řídicího a kontrolního systému obhospodařovatele postupy pro zajištění ochrany vnitřních informací, postupy pro předcházení manipulaci s trhem, postupy pro uzavírání obchodů s investičním nástrojem osobou se zvláštním vztahem k obhospodařovateli a pravidla pro sdružování obchodů, které jsou podle ZISIF součástí pravidel jednání podle § 22.

Základním prováděcím předpisem je V-ZISIF, která v §§ 3 až 28 stanoví požadavky na řídicí a kontrolní systém obhospodařovatele a administrátora standardního fondu nebo zahraničního standardního fondu. Poněkud nadbytečně a v rozporu se zmocňovacím

ustanovením podle § 20 odst. 5 ZISIF²²⁴ jsou stanovena také některá pravidla pro řídicí a kontrolní systém obhospodařovatele oprávněného přesáhnout rozhodný limit a administrátora jím obhospodařovaných speciálních fondů, fondů kvalifikovaných investorů a srovnatelných zahraničních investičních fondů (§ 29 až 33 V-ZISIF).

V-ZISIF v rozporu s evropskou právní úpravou (povinnost vytvořit, zavést a udržovat rozhodovací postupy a organizační strukturu podle čl. 4 odst. 1 písm. a) ID-UCITS) vyžaduje, aby obhospodařovatel promítl požadavky stanovené na řídicí a kontrolní systém a na postupy tohoto obhospodařovatele k jejich naplňování a při výkonu dalších činností do organizačního řádu a dalších vnitřních předpisů (§ 3 odst. 1 V-ZISIF). Nadbytečný a z hlediska hierarchické struktury právního řádu sporný je také požadavek podle ustanovení § 3 odst. 2 V-ZISIF, které stanoví, že obhospodařovatel do svých vnitřních předpisů promítne obecné pokyny Evropského orgánu pro cenné papíry a trhy a jím zvolené uznávané standardy, ledaže by jejich konkrétní ustanovení bylo v rozporu s požadavky právních předpisů, a pravidelně prověřuje, zda vnitřní předpisy a jím zvolené uznávané standardy jsou nadále aktuální a přiměřené povaze, rozsahu a složitosti vykonávaných činností. Obecně lze říci, **podobně jako v případě poskytovatelů investičních služeb, že konkrétní pravidla stanovená v rámci řídicího a kontrolního systému neodpovídají obecným požadavkům na postupy a organizaci dle evropské právní úpravy obsažené ve směrnici UCITS IV, její ID a AIMFD, nicméně díky velmi obecně formulovaným pravidlům s nimi většinou nejsou v přímém rozporu.** To se týká především organizace výkonu činnosti (§ 5 V-ZISIF), řízení střetu zájmů a neslučitelnosti funkcí jako organizačního aspektu řízení střetu zájmů (§ 6 V-ZISIF provádějící pravděpodobně²²⁵ přímo ustanovení čl. 12 odst. 1 písm. b) UCITS²²⁶), informací a komunikace (§ 11 a 12 V-ZISIF), zajišťování informací pro účely výkonu dohledu (§ 13 V-ZISIF), základních požadavků na systém řízení rizik a na vnitřní kontrolu (§

²²⁴ Česká národní banka stanoví vyhláškou požadavky na kvalitativní kritéria řídicího a kontrolního systému obhospodařovatele investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu v rozsahu, který neupravuje přímo použitelný předpis Evropské unie, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady upravující správu alternativních investičních fondů, tedy směrnice AIFMD. Zároveň důvodová zpráva k V-ZISIF uvádí, že Předkladatel návrhu ZISIF ponechal České národní bance prostor pro provedení zákona vyhláškou i v oblasti implementace části směrnice AIFMD. To však není vzhledem ke znění zmocňovacího ustanovení pravda a na podrobnosti obezřetnostních pravidel osob podléhajících AIFMD se plně a bez dalšího aplikují ustanovení IR-AIFMD.

²²⁵ Důvodová zpráva k V-ZISIF v tomto ohledu paradoxně neuvádí, která ustanovení evropských právních předpisů jsou jí implementována, a vypomáhá si častými odkazy k § 20 odst. 1 a) nebo b) ZISIF, tedy k poněkud bezobsažnému „strategickému a operativnímu řízení“, resp. ke stejně vágnímu „organizační uspořádání“.

²²⁶ Tedy požadavek, aby správcovská společnost byla strukturována a organizována tak, aby se minimalizovalo riziko střetu zájmů mezi společností a jejími klienty, mezi klienty společnosti navzájem, mezi jedním z jejích klientů a SKIPCP nebo mezi dvěma SKIPCP.

16 a 17 V-ZISIF) a záznamů komunikace (§ 20 V-ZISIF). Tato ustanovení, byť jsou svéráznou českou cestou implementace evropských právních předpisů vycházející z určité regulatorní tradice a celkem pochopitelně také z aplikační praxe, můžeme v případě subjektů v režimu UCITS s klidným svědomím podřadit pod vstřícný recital 15 UCITS.²²⁷ V dalších ustanoveních V-ZISIF lze však vidět také celou řadu ustanovení přinejmenším problematických.

Podobně jako v případě poskytovatelů investičních služeb je díky zavedení pojmu řídicí a kontrolní systému posunuto chápání zásady přiměřenosti upravené na několika místech ID. V případě organizačních požadavků je o úpravu v čl. 4 odst. 1 ID, nicméně pouze pro požadavky v tomto článku uvedené. Oproti tomu ZISIF v § 20 odst. 3 stanoví, že řídicí a kontrolní systém obhospodařovatele musí být účinný a ucelený a přiměřený povaze, rozsahu a složitosti jím vykonávaných činností v jeho celku i částech. Obdobně to platí o pravidelném vyhodnocování podle čl. 4 odst. 5 ID²²⁸ a ustanovení § 20 odst. 4 ZISIF.²²⁹

V ustanovení § 21 ZISIF jsou upraveny požadavky na personální vybavení obhospodařovatele. Oproti podobnému ustanovení ID (čl. 5 – *Zdroje*) je zde navíc obsažen požadavek na důvěryhodnost osob, pomocí kterých obhospodařovatel vykonává činnost. Není ovšem stanoveno, jak má obhospodařovatel onu důvěryhodnost²³⁰, resp. i další požadavky na uvedené osoby ověřovat.²³¹ V případě poskytovatelů investičních služeb je důkazní břemeno na těchto osobách (§ 14 odst. 2 ZPKT). Určitý vodítkem zde může být Úřední sdělení české národní banky ze dne 21. května 2010 k výkladu pojmů důvěryhodnost a odborná způsobilost,

²²⁷ Domovský členský stát by měl mít možnost v zásadě stanovit pravidla, která jsou přísnější než pravidla stanovená v této směrnici, zejména pokud jde o podmínky pro vydání povolení, požadavky týkající se obezřetnostního dohledu a pravidla ohlašování a prospektů.

²²⁸ Členské státy od správcovských společností vyžadují, aby průběžně sledovaly a vyhodnocovaly přiměřenost a účinnost svých systémů, mechanismů vnitřní kontroly a opatření zavedených podle odstavců 1 až 4 a přijaly vhodná opatření k nápravě případných nedostatků.

²²⁹ Obhospodařovatel investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu ověřuje a pravidelně hodnotí účinnost, ucelenost a přiměřenost řídicího a kontrolního systému v jeho celku i částech a zjednává bez zbytečného odkladu odpovídající nápravu.

²³⁰ Podle ustanovení § 2 písm. b) vyhlášky č. 247/2013 Sb. o žádostech podle zákona o investičních společnostech a investičních fondech je *dokladem k posouzení důvěryhodnosti prohlášení osoby, které obsahuje osobní údaje osoby k opatření výpisu z evidence Rejstříku trestů a údaje o profesní a podnikatelské integritě osoby za posledních 10 let týkající se zejména 1. rozhodnutí o uložení sankce za správní delikt nebo srovnatelného zahraničního rozhodnutí souvisejících s výkonem zaměstnání, funkce či podnikatelskou činností této osoby, 2. rozhodnutí o úpadku nebo zamítnutí insolvenčního návrhu pro nedostatek majetku, 3. rozhodnutí o pozastavení nebo odnětí povolení k podnikatelské nebo jiné činnosti, nejde-li o odnětí na základě žádosti osoby, která je držitelem takového povolení, 4. odmítnutí souhlasu soudu nebo správního orgánu s volbou, jmenováním nebo ustanovením do funkce nebo s nabytím kvalifikované účasti nebo k ovládnutí osoby, jestliže je takový souhlas vyžadován, a 5. rozhodnutí o vyloučení z profesního sdružení, komory nebo asociace.* Tato vyhláška se však vztahuje pouze na žadatele o povolení podle ZISIF a na některé vedoucí osoby.

²³¹ Např. § 28 odst. 10 slovenského ZKI důvěryhodnost jednoznačně vymezuje.

nicméně se jedná o nezávazný výklad, který se navíc týká posuzování důvěryhodnosti orgánem veřejné správy v zákonem stanovených případech. Ustanovení § 21 odst. 2 ZISIF tedy vzhledem k absenci kritérií pro určení důvěryhodnosti a dostatečnosti znalostí a zkušeností **pokryje pouze extrémní případy nedůvěryhodnosti, neznalosti a nezkušenosti**. Článek 5 ID evidentně míří pouze na dovednosti, vědomosti a odborné znalosti, které příslušné osoby obhospodařovateli prokáží příslušnými doklady. Česká právní úprava naproti tomu vůbec nenaplnuje požadavek čl. 5 odst. 2 ID, aby správcovské společnosti udržovaly potřebné zdroje a odborné kapacity pro účinný dohled nad činnostmi vykonávanými třetími osobami na základě opatření sjednaného se správcovskou společností, především ve vztahu k řízení rizik spojených s těmito opatřeními.

Za skutečný exces tuzemské právní úpravy lze však považovat vymezení povinností kontrolního orgánu (§ 7 V-ZISIF) a řídicího orgánů (§. 8 až 10 V-ZISIF), které jde jednoznačně nad rámec požadavků evropských směrnic. Jde také o poněkud paradoxní požadavky, které se v tuzemské právní úpravě začaly objevovat do doby přijetí ObezV a vycházejí sice s příslušných mezinárodních standardů, jsou však přejímány bez jejich náležité reflexe a přizpůsobení struktury tuzemského právního řádu. Už samo spojení *obhospodařovatel zabezpečí, aby jeho řídicí orgán zajistil nebo obhospodařovatel postupuje tak, aby řídicí orgán vždy zajistil* apod. je jednak příliš komplikované z hlediska případné odpovědnosti, jednak zavádějící, neboť řídicím orgánem je většinou statutární orgán a jde tedy o situaci, kdy statutární orgán zajišťuje, aby statutární orgán něco zajistil. Příkladem *ad absurdum* je požadavek, aby obhospodařovatel postupoval tak, aby řídicí orgán vždy zajistil soulad řídicího a kontrolního systému s právními předpisy, a to za situace, kdy je tento požadavek sám součástí řídicího kontrolního systému. S odkazem na výše uvedený rozbor povinností vedoucích osob poskytovatele investičních služeb považuji i zde obsah prováděcí vyhlášky za nezávazné doporučení ohledně vymezení působnosti řídicího a kontrolního orgánu, které se však, až na několik málo výjimek spadajících pod skutečný význam spojení „mechanismy vnitřní kontroly“, např. § 8 písm. d) nebo § 9 odst. 2 V-ZISIF, podstatně liší od požadavků uvedených v čl. 9 ID. Implementována naopak nejsou důležitá ustanovení čl. 9 odst. 4 a 6 ID, podle kterých *Členské státy od správcovských společností vyžadují, aby zajistily, že jejich vedoucí osoba či osoby dostávají často, avšak nejméně jednou ročně, písemné zprávy o otázkách shody s předpisy, interního auditu a řízení rizik s uvedením zvláště toho, zda byla přijata patřičná nápravná opatření v případě eventuálních*

nedostatků...Členské státy od správcovských společností vyžadují, aby zajistily, že případný dozorčí orgán pravidelně dostává písemné zprávy o otázkách uvedených v odstavci 4.

Nedostatky v implementaci evropské právní úpravy jsou markantní zejména v případě *compliance*, interního auditu a funkce řízení rizik (čl. 10 až 12 ID-UCITS).

V případě *compliance* (*Stálá funkce zajišťování shody s předpisy*) vychází ID ze směrnice MiFID ID a jako základní povinnost stanoví, aby správcovské společnosti *vytvořily, zavedly a udržovaly náležité strategie a postupy k odhalování případného rizika, že správcovská společnost nesplní své povinnosti stanovené směrnicí 2009/65/ES, jakož i s tím spojených rizik, a aby přijaly náležitá opatření a postupy minimalizující takové riziko a umožňující příslušným orgánům účinný výkon jejich pravomocí podle zmíněné směrnice*, a to při dodržení zásady proporcionality. Za tímto účelem má být vytvořena stálá a účinně vykonávaná funkce zajišťování shody s předpisy, která bude vykonávána nezávisle a bude spočívat ve sledování a pravidelném vyhodnocování přiměřenosti a účinnosti opatření, strategií a postupů přijatých v rámci plnění základní povinnosti a kroků učiněných za účelem řešení nedostatků v plnění povinností správcovské společnosti, a v poskytování rad a pomoci příslušným osobám, které odpovídají za výkon služeb a činností, v plnění povinností správcovské společnosti vyplývajících ze směrnice UCITS. Podmínky fungování jsou stanoveny shodně se směrnicí MiFID ID. **Tuzemská právní úprava jednak vychází z posunutého významu funkce *compliance*²³², jednak nestanoví podmínky výkonu funkce *compliance* v souladu s požadavky ID.**

Právě uvedené nedostatky **platí obdobně pro stálou funkci interního auditu i pro stálou funkci řízení rizik**, kterou se tuzemská právní úprava vůbec nezabývá, resp. týká se jí pouze ustanovení § 7 odst. 1 písm. e) V-ZISIF, podle něhož se má kontrolní orgán vyjadřovat k návrhu na pověření fyzické nebo právnické osoby výkonem funkce řízení rizik, nicméně žádné podrobnosti k této funkci nejsou ve vyhlášce obsaženy.²³³ V-ZISIF také nerespektuje specifickou zásadu proporcionality pro nastavení politiky řízení rizik podle čl. 38 odst. 3 ID a

²³² Průběžná kontrola dodržování právních povinností a povinností plynoucích z jejich vnitřních předpisů, a to včetně průběžné kontroly dodržování povinností obhospodařovatele a administrátora standardního fondu nebo zahraničního standardního fondu plynoucích ze statutu standardního fondu nebo ze srovnatelného dokumentu zahraničního standardního fondu a ze smluvních vztahů (§ 18 odst. 2 V-ZISIF), kdy cílem je zejména zabezpečit soulad vnitřních předpisů s právními předpisy, vzájemný soulad vnitřních předpisů a soulad všech činností s právními a vnitřními předpisy (§ 18 odst. 1 V-ZISIF).

²³³ Funkcí a hierarchické oddělení činnosti řízení rizik od provozních jednotek, včetně od činností správy portfolia však vyžaduje i čl. 15 odst. 1 AIFMD.

pro měření a řízení rizik podle čl. 42 odst. 2 písm. b) a c) ID.²³⁴ Za uspokojivě implementovanou lze v oblasti řídicího a kontrolního systému považovat především oblast osobních obchodů, a to především díky shodným požadavkům na osobní obchody v příslušných evropských právních předpisech, a oblast řízení rizik, a to především díky obecnosti používaných jazykových výrazů. Implementován však není požadavek na řízení provozního rizika, zejména rizika spojená s profesní odpovědností, a zásadní požadavek na hierarchickou a funkční nezávislost stálá funkce řízení rizik na provozních útvarech (čl. 12 ID a čl. 15 AIFMD).

Lze ještě upozornit na skutečnost, že tuzemská právní úprava přímo nestanoví povinnost vést náležitou a systematickou evidenci o svém podnikání a vnitřní organizaci (čl. 4 odst. 1 písm. e) ID), požadavky na *business continuity* (čl. 4 odst. 3 ID) a specifická pravidla pro účetní zásady a postupy dle čl. 4 odst. 4 ID a čl. 8 ID.

4.2.2.2. Pravidla pro střet zájmů

Pravidla střetu zájmů jsou v případě subjektů kolektivního investování považovány za součást řídicího a kontrolního systému (§ 20 odst. 2 písm. c) ZISIF) a prováděcí právní úprava je tedy obsažena v V-ZISIF, a to jednak jako součást organizačního uspořádání (§ 6 V-ZISIF), jednak samostatně v §§ 26 až 28 V-ZISIF. V rámci kritérií pro určení střetu zájmů je sice správně implementován čl. 17 odst. 1 ID, v ustanovení § 27 V-ZISIF však nejsou obsažena důležitá kritéria podle čl. 17 odst. 2 ID.²³⁵ Ostatní pravidla pro střet zájmů lze považovat za adekvátní implementaci evropské právní úpravy.

Za povšimnutí v této souvislosti stojí nepochybně také ustanovení § 23 odst. 2 písm. i) ZISIF, podle něhož obhospodařovatel *řídí střety zájmů včetně toho, že je zjišťuje, zamezuje jim a oznamuje je podílníkům, společníkům nebo obmyšleným tohoto fondu*. Pokud má tedy obhospodařovatel střetu zájmů zamezit, znamená to, že situace střetu zájmů nemohou vůbec nastat. **To je ovšem exces tuzemského zákonodárce, neboť UCITS IV v čl. 14 odst. 1 písm. d) požaduje pouze to, aby se správcovská společnost snažila vyhnout střetům zájmů, a v případě, že se jim vyhnout nelze, aby zajistila, že SKIPCP, který spravuje, bude poskytnuto spravedlivé zacházení.**

²³⁴ Technická pravidla řízení některých specifických rizik dle ID-UCITS jsou obsažena v nařízení vlády č. 243/2013 Sb. o investování investičních fondů a o technikách k jejich obhospodařování.

²³⁵ Členské státy od správcovských společností vyžadují, aby při určování typů střetu zájmů braly v úvahu: a) své zájmy včetně zájmů plynoucích z jejich členství ve skupině nebo z poskytování služeb a činností, zájmy klientů a svou povinnost správcovské společnosti vůči SKIPCP; b) zájmy dvou nebo více spravovaných SKIPCP.

4.2.2.3. Pravidla outsourcingu

V ustanovení § 23 až 26 upravuje ZISIF pravidla a podmínky outsourcingu, a to včetně sub-outsourcingu, tedy „pověření dalšího pověřenou osobou“. Podmínkou outsourcingu je zde především předchozí oznámení České národní bance, nenarušení výkonu dohledu České národní banky nad plněním povinností obhospodařovatele, nenarušení řádného a obezřetného výkonu činnosti obhospodařovatele ve vztahu k investičnímu fondu a jeho jednání v nejlepším zájmu podílníků, společníků nebo obmyšlených tohoto fondu, zachování možnosti kontroly a řízení výkonu činnosti a zrušení pověření, schopnost zdůvodnit pověření a ospravedlnění pečlivosti výběru pověřené osoby a zakotvení možnosti pověření ve statutu obhospodařovaného fondu. Obhospodařovatel má zároveň povinnosti řídit rizika spojená s outsourcingem a přenesenou činností pravidelně kontrolovat. Pověření jiného se nijak nedotýká povinnosti obhospodařovatele nahradit újmu vzniklou porušením jeho povinností. Ustanovení § 25 ZISIF pak stanoví řadu požadavků na pověřeného, které však podle mého názoru kladou především značné požadavky na pověřujícího, neboť ten musí např. zkoumat věcné, organizační a personální předpoklady pro výkon činnosti, důvěryhodnost vedoucích osob nebo dodržování pravidel obezřetnosti. Mělo by být podle mého názoru jednoznačně stanoveno, že se lze spolehnout na veřejnoprávní povolení k dané činnosti a dohled, který je nad ní vykonáván.

Za povšimnutí stojí také skutečnost nejvíce patrná právě v oblasti pravidel outsourcingu, že **tuzemská právní úprava vtahuje do univerzální právní úpravy obhospodařovatelů některé požadavky, které však nevycházejí z UCITS, ale z AIFMD**. Jedná se především o povinnost obhospodařovatele být *toto pověření schopen zdůvodnit, a to i ve vztahu k jiným pověřením výkonem jednotlivé činnosti, kterou zahrnuje obhospodařování tohoto fondu, a ve vztahu k pověření dalšího některým úkonem z této činnosti* (§ 23 písm. f) ZISIF), o stanovení požadavků na pověřeného (§ 25 odst. 1 ZISIF) a pro podmínky pro pověření dalšího pověřenou osobou (§ 26 ZISIF). Není tedy pravdivé konstatování v důvodové zprávě, že *V případě úpravy outsourcingu návrh zákona respektuje odlišnosti právní úpravy podle UCITS IV a podle AIFMD*. Tuzemská právní úprava naopak neobsahuje důležitou podmínku, že *pověření ohledně základní funkce správy investic nesmí být uděleno depozitáři nebo jinému podniku, jejichž zájmy se mohou dostat do střetu se zájmy správcovské společnosti nebo podílníků*.

V ustanovení § 4 V-ZISIF jsou stanoveny specifické požadavky na outsourcing činnosti, která nezahrnuje obhospodařování a administraci fondu. Byť je taková právní úprava celkem racionální, je **v rozporu se zmocňovacím ustanovením ZISIF a prováděcí právní úprava tedy v tomto případě postrádá zákonný základ**. S tím souvisí i to, že ZISIF sám oproti čl. 13 UCITS²³⁶ neodůvodněně omezuje pověření na výkon *jednotlivé činnosti, kterou zahrnuje obhospodařování investičního fondu nebo zahraničního investičního fondu*.

4.2.2.3. Pravidla ochrany majetku

Vzhledem ke specifickým kolektivního investování je majetek investorů chráněn především prostřednictvím pravidel pro alokaci aktiv příslušných fondů a existencí depozitáře. Tato pravidla, byť jde o problematiku přinejmenším stejně zajímavou, nespádají do obezřetnostních pravidel zkoumaných v této disertační práci.

4.2.3. Shrnutí

S výše uvedené analýzy obezřetnostních pravidel vztahujících se na subjekty kolektivního investování je patrné, že **nedostatky se objevují především v důsledku nedostatečné implementace evropských právních předpisů, a to zejména v oblasti vnitřní kontroly a outsourcingu**. Tato skutečnost vedla ke snížení eurokonformity příslušných požadavků a tím i ke snížení právní jistoty, především v důsledku absence možnosti eurokonformního výkladu. Aplikační nejistota se objevuje především v oblasti střetu zájmů, zde již ovšem na evropské úrovni, a organizačních požadavků, a to zejména díky nejasnosti terminologie použité k vyjádření právní povinnosti. **Obezřetnostní pravidla se v případě subjektů kolektivního investování, podobně jako v případě poskytovatelů investičních služeb v souhrnu vyznačují velmi nízkou mírou souladu s evropským právem, relativně dobrou aplikovatelností a sníženou mírou právní jistoty**. Nedostatek v eurokonformitě je však částečně zhojen vstřícným přístupem UCITS IV k vlastním iniciativám členských států. Zhodnocení jednotlivých oblastí znázorňuje následující tabulka:

skupina pravidel	právní jistota	aplikovatelnost	eurokonformita
ŘKS - organizační požadavky	- -	-	+
ŘKS - systém řízení rizik	+	++	-
ŘKS - vnitřní kontrola	-	++	- - -

²³⁶ Pokud právní předpisy domovského členského státu správcovské společnosti umožňují správcovským společnostem, aby s cílem zvýšit efektivnost své činnosti pověřily výkonem jedné nebo několika ze svých činností třetí osobu...

střet zájmů	-	-	+++
outsourcing	++	+	--
ochrana majetku			
Souhrn	-	+++	--

Tab. 3 Obezřetnostní pravidla subjektů kolektivního investování

4.3. Poskytovatelé platebních služeb

Evropská právní úprava obezřetnostních pravidel je v případě poskytovatelů platebních služeb velmi kusá a to především s ohledem na charakter služeb, které poskytují, přičemž důraz je kladen zejména na peněžní prostředky zákazníků svěřené platební instituci k provedení platební transakce. Směrnice PSD ve svém recitalu 11 uvádí: *Je třeba, aby podmínky pro udělení a zachování povolení pro platební instituce obsahovaly obezřetnostní požadavky přiměřené provozním a finančním rizikům, kterým tyto subjekty při své činnosti čelí... Požadavky kladené na platební instituce by měly odrážet skutečnost, že platební instituce jsou zapojeny do specializovanějších a omezenějších činností, a jsou tak vystaveny rizikům, která jsou užší a snáze sledovatelná a kontrolovatelná než rizika, jež vznikají v rámci širšího spektra činností úvěrových institucí. Platebním institucím by mělo být zejména zakázáno přijímat vklady od uživatelů a měly by být oprávněny využívat pouze peněžní prostředky přijaté od uživatelů za účelem provádění platebních služeb. Je třeba přijmout ustanovení pro to, aby peněžní prostředky klientů byly drženy odděleně od peněžních prostředků platební instituce určených na jiné obchodní činnosti.*

Platební instituce poskytuje svým zákazníkům obdobnou službu jako poskytovatel investičních služeb v tom smyslu, že pro ně něco obstarává (většinou platbu, ačkoliv výčet platebních služeb v PSD i v ZoPS je velmi rozmanitý, včetně poskytování úvěru) a používá při tom cizí peněžní prostředky. Klíčová jsou proto v případě platebních institucí především pravidla chránící zákazníkův majetek.

To, že PSD neobsahuje obezřetnostní pravidla v tak rozsáhlé podobě jako je tomu u jiných subjektů finančního trhu, si tuzemský zákonodárce vyložil jako *prostor pro podrobnější úpravu ze strany národního zákonodárce*²³⁷ a zvolil obdobnou úpravu jako v *ostatních zákonech upravujících finanční trh*.²³⁸ Tuzemský zákonodárce tak nerefletoval skutečnost, že **podle čl. 86 PSD (úplná harmonizace) platí, že pokud tato směrnice**

²³⁷ Důvodová zpráva k ZoPS.

²³⁸ Tamtéž.

obsahuje harmonizovaná ustanovení, nesmí členské státy zachovávat ani zavádět jiná ustanovení než ustanovení této směrnice. Tuto skutečnost uvádějí i autoři komentáře k ZoPS.²³⁹ O eurokonformitě tak lze u poskytovatelů platebních služeb hovořit pouze v souvislosti s pravidly ochrany majetku (čl. 9 a čl. 16 odst. 2 PSD) a pravidel outsourcingu (čl. 17 a 19 PSD).

Právní úprava obezřetnostních pravidel poskytovatelů platebních služeb je obsažena především v ustanovení § 18 ZoPS (řídící a kontrolní systém), § 19 až 22 (ochrana peněžních prostředků určených pro platební transakce) a § 26 (výkon některých provozních činností prostřednictvím jiné osoby). „Způsob plnění požadavků na řídící a kontrolní systém“ je stanoven v prováděcí vyhlášce ZoPSV (§ 12 až 31).

4.3.1. Řídící a kontrolní systém

Ustanovení § 18 ZoPS stanoví obecnou povinnost zavést a udržovat řídící a kontrolní systém, který je (i) vhodný z hlediska řádného a obezřetného poskytování platebních služeb a z hlediska dodržování povinností souvisejících s bojem proti legalizaci výnosů z trestné činnosti a financování terorismu, (ii) ucelený a přiměřený povaze, rozsahu a složitosti činností platební instituce a musí (iii) zajišťovat řádné a plynulé poskytování platebních služeb. Podobně jako v případě ostatních subjektů finančního trhu se řídící a kontrolní systém skládá z organizačních předpokladů a předpokladů řádné správy a řízení společnosti, systému řízení rizik a pravidla vnitřní kontroly. Poskytovatel platebních služeb má také povinnost průběžně ověřovat a pravidelně hodnotit přiměřenost a účinnost řídícího a kontrolního systému.

Prováděcí právní úprava obsažená v ZoPSV je inspirována ObezV a obsahuje tedy některé její nedostatky zmíněné výše u poskytovatelů investičních služeb, včetně vážných pravidel, např. povinnost využívat vhodné zdroje, systémy a postupy a přihlížet také k vývoji prostředí, v němž podniká (§ 12 odst. 2 ZoPSV), nezákonné povinnosti na přijetí vnitřních předpisů a vztahení uznávaných standardů do těchto vnitřních předpisů. Obdobně jako v ObezV je řešena také problematika kompetencí řídícího orgánu, včetně povinností, resp. spíše proklamací typu *Řídící orgán zajistí, aby všichni zaměstnanci rozuměli své úloze v řídícím a kontrolním systému a aktivně se do tohoto systému zapojili*, jejíž vynucování si lze jen těžko představit. V ustanoveních § 22 až 24 ZoPSV je velmi obecným způsobem upraven systém

²³⁹ *Směrnice o platebních službách je směrnici v režimu tzv. plné (maximální) harmonizace (srov. čl. 86), což znamená, že členské státy se nemohou od jejích požadavků odchýlit, a to ani směrem k přísnější vnitrostátní právní úpravě.*

řízení rizik, který by v tomto případě měl být obsažen spíše v samotném zákoně, než v právní úpravě, která má být jeho provedením. Podobně jako v ObezV je upraven také mechanismus vnitřní kontroly (§ 25 až 28 ZoPSV).

4.3.2. Pravidla pro střet zájmů

Směrnice PSD ustanovení, které by se týkalo střetu zájmů, vůbec neobsahuje. **Tuzemská právní úprava tedy v rozporu s výše uvedeným principem plné harmonizace stanoví nové požadavky**, a to především v § 18 ZoPSV. ZoPS samotný obsahuje v tomto ohledu pouze povinnost zavést jako součást řídicího a kontrolního systému organizační uspořádání s řádným, průhledným a uceleným vymezením činností a s nimi spojených působností a rozhodovací pravomoci, v rámci kterého se současně stanoví postupy pro zamezení možného vzniku střetu zájmů a vymezí funkce, jejichž výkon je neslučitelný. Jedná se tedy evidentně o pravidla střetu zájmů ve smyslu organizačním (§ 18 odst. 2 písm. a) bod 2 ZoPS). Ustanovení § 18 ZoPSV požaduje, aby řídicí a kontrolní systém (i) umožňoval včasné rozpoznávání střetů zájmů a oblastí jejich možného vzniku, (ii) zahrnoval odpovídající postupy pro omezování střetů zájmů a oddělení neslučitelných činností a (iii) zajistil odpovídající nezávislost a zamezení střetům zájmů při výkonu kontrolních činností. Dále by měly být na všech řídicích a organizačních úrovních přidělovány odpovědnosti a pravomoci tak, aby bylo dostatečně zamezeno vzniku možného střetu zájmů (sic!). ZoPSV tedy stanovuje povinnost, a to v rozporu se ZoPS, střetu zájmů v organizaci poskytovatele platebních služeb zamezit. Střet zájmů v případě vztahů se zákazníky řešen není.

4.3.3. Pravidla outsourcingu

Směrnice PSD v čl. 17 (i) vyžaduje, aby byl příslušným dohledovým orgánům oznámen předem úmysl svěřit provozní funkce platebních služeb externím subjektům, (ii) stanoví základní pravidlo, že outsourcing důležitých provozních funkcí nesmí být proveden způsobem, který by podstatně zhoršil kvalitu vnitřní kontroly platební instituce a schopnost příslušných orgánů sledovat, zda platební instituce dodržuje všechny povinnosti stanovené PSD, (iii) obsahuje definici důležité provozní funkce, (iv) stanoví další podmínky outsourcingu²⁴⁰ a (v) stanoví povinnost přijmout v případě svěřeni provádění provozních

²⁴⁰ a) outsourcing nesmí vést k delegování vlastní odpovědnosti vyššího vedení; b) nesmí dojít ke změně vztahů a závazků platební instituce vůči uživatelům platebních služeb podle této směrnice; c) podmínky, které musí platební instituce splnit, aby jí bylo uděleno povolení a aby si toto povolení i nadále i udržela v souladu s ustanoveními této hlavy, nesmějí být narušeny a d) žádná z ostatních podmínek, na jejichž základě bylo povolení platební instituci uděleno, nesmí být zrušena nebo změněna.

funkcí třetí osobě (tedy obecně) přiměřená opatření s cílem zajistit dodržování ustanovení této směrnice. V čl. 18 PSD je rovněž stanoveno, že poskytovatelé platebních služeb nesou i nadále plnou odpovědnost za veškeré činy svých zaměstnanců nebo veškerých zástupců, poboček nebo externích subjektů, provádějících outsourcing.

Tuzemská právní úprava outsourcingu je upravena v ustanovení § 26 ZoPS. Tato úprava odpovídá výše uvedeným ustanovením PSD pouze částečně, především nestanoví podmínku, aby v případě outsourcingu nedošlo ke změně vztahů a závazků platební instituce vůči uživatelům platebních služeb. V rozporu s PSD je stanoven požadavek, že ke svěření výkonu významné provozní činnosti může dojít jen tehdy, pokud tím nedojde k podstatnému zhoršení fungování řídicího a kontrolního systému platební instituce nebo podstatnému snížení možnosti České národní banky vykonávat dohled nad činností platební instituce (§ 26 odst. 2 ZoPS). Také definice významné provozní činnosti v § 26 odst. 3 ZoPS ne zcela odpovídá definici ve směrnici PSD.

V ustanovení § 13 upravuje ZoPSV některé požadavky na outsourcing, za který však chybně považuje jak skutečný outsourcing podle čl. 17 odst. 7 PSD, tedy svěření *provozní funkce platebních služeb externím subjektům*, tak poskytování služeb prostřednictvím zástupce, které je však od outsourcingu kvalitativně, neboť zástupce poskytuje plný rozsah platebních služeb „za“ platební instituci. ZoPS však především překračuje zákonné zmocnění podle § 18 odst. 5 ZoPS, které se týká pouze řídicího a kontrolního systému podle § 18 ZoPS a nikoliv výkonu některých provozních činností prostřednictvím jiné osoby podle § 26 ZoPS a snaží se to zakrýt tím, že požadavky na outsourcing činí součástí „předpokladů“ řádné správy a řízení. Za povšimnutí pak v této souvislosti stojí především formulace § 13 odst. 2 ZoPSV *Platební instituce nastaví řídicí a kontrolní systém tak, aby sjednání outsourcingu...*, která se pokouší přistupovat k pravidlům outsourcingu prostřednictvím řídicího a kontrolního systému.

4.3.4. Pravidla ochrany majetku

Pravidla ochrany majetku uživatelů platebních služeb lze vzhledem k hlavním rizikům obchodní činnosti poskytovatelů platebních služeb považovat za klíčová obezřetnostní pravidla. Evropská právní úprava je obsažena jednak v čl. 16 odst. 2 PSD, podle kterého *Zabývají-li se platební instituce poskytováním jedné nebo více platebních služeb uvedených v příloze, mohou mít pouze platební účty používané výhradně pro platební transakce. Jakékoli peněžní prostředky, které platební instituce obdržely od uživatelů platebních služeb za účelem*

poskytnutí platebních služeb, nepředstavují vklad nebo jiné splatné prostředky ve smyslu článku 5 směrnice 2006/48/ES, ani elektronické peníze ve smyslu čl. 1 odst. 3 směrnice 2000/46/ES, jednak v čl. 9 PSD, který se vztahuje pouze na tzv. hybridní platební instituce²⁴¹, tedy takové, které vedle platebních služeb provádějí podnikatelsky i jiné činnosti. Evropská právní úprava umožňuje volbu mezi režimem (i) jednoznačného oddělování (nesměšování) peněžních prostředků uživatelů platebních služeb od peněžních prostředků jiných osob a současným zajištěním před nároky jiných věřitelů platební instituce, zejména v případě platební neschopnosti, nebo (ii) krytí peněžních prostředků pojištěním nebo jinou srovnatelnou zárukou poskytnutou pojišťovnou nebo úvěrovou institucí.

Uvedená evropská pravidla ochrany majetku jsou v tuzemském právním řádu implementována ustanoveními § 19 až 22 ZoPS a odpovídají směrnici PSD. V ustanovení § 22 navíc ZoPS obsahuje zvláštní postup vydání chráněných peněžních prostředků v případě insolvenčního řízení. Tyto prostředky jednak při úpadku poskytovatele platebních služeb nejsou součástí majetkové podstaty, jednak nepodléhají výkonu rozhodnutí v občanském soudním řízení.²⁴²

4.4. Shrnutí

S výše uvedené analýzy obezřetnostních pravidel vztahujících se na platební instituce je patrné, že **nedostatky se objevují především v důsledku nedostatečného respektování principu plné harmonizace uvedeného v PSD**. Na platební instituce jsou tak kladeny požadavky, které evropská právní úprava nevyžaduje. Tato skutečnost vedla ke snížení eurokonformity příslušných požadavků a tím i ke snížení právní jistoty, především v důsledku absence možnosti eurokonformního výkladu. Aplikační nejistota se objevuje především v oblasti střetu zájmů, zde již ovšem na evropské úrovni, a organizačních požadavků, a to zejména díky nejasnosti terminologie použité k vyjádření právní povinnosti. **Obezřetnostní pravidla se v případě platebních institucí, podobně jako v případě poskytovatelů investičních služeb a subjektů kolektivního investování v souhrnu vyznačují velmi**

²⁴¹ Podle čl. 9 odst. 3 PSD mají členské státy možnost vztáhnout tato pravidla i na nehybridní platební instituce a Česká republika tuto možnost správně využila, neboť z hlediska ochrany peněžních prostředků před rizikem ztráty, která může nastat v důsledku neobežřetného chování poskytovatele platebních služeb, není relevantní, zda se tento poskytovatel zabývá či nezabývá také jinými činnostmi.

²⁴² § 267b OSŘ: *Výkonu rozhodnutí na majetek platební instituce, zahraniční platební instituce, poskytovatele platebních služeb malého rozsahu, zahraničního poskytovatele platebních služeb malého rozsahu, instituce elektronických peněz, zahraniční instituce elektronických peněz, vydavatele elektronických peněz malého rozsahu nebo zahraničního vydavatele elektronických peněz malého rozsahu nepodléhají peněžní prostředky, které uživatelé platebních služeb těmto osobám svěřili k provedení platební transakce, ani peněžní prostředky, proti jejichž přijetí byly vydány elektronické peníze, ani aktiva, jež tyto osoby za tyto peněžní prostředky nabyly.*

nízkou mírou souladu s evropským právem, relativně dobrou aplikovatelností a sníženou mírou právní jistoty. Zhodnocení jednotlivých oblastí znázorňuje následující tabulka:

skupina pravidel	právní jistota	aplikovatelnost	eurokonformita
ŘKS - organizační požadavky	- -	-	- - -
ŘKS - systém řízení rizik	-	-	- - -
ŘKS - vnitřní kontrola	-	++	- - -
střet zájmů	- -	- -	- - -
outsourcing	+	+	++
ochrana majetku	+++	+++	+++
Souhrn	- -	++	- - - - -

Tab. 4 Obezřetnostní pravidla platebních institucí

4.5. Srovnání s vybranými zahraničními právními úpravami

Srovnáme-li tuzemskou právní úpravu např. s právní úpravou **slovenskou**, musíme pozitivně hodnotit především skutečnost, že si slovenská právní úprava vystačí s minimem povinností obsažených v prováděcích právních předpisech, resp. že tyto prováděcí právní předpisy obsahují skutečně jen technické detaily typu seznamu dokumentů potřebných pro udělení povolení, výkaznictví, formulářů a matematických výpočtů apod. Jádrem právní úpravy tvoří řádná zákonná úprava, představovaná v případě poskytovatelů investičních služeb zákonem č. 566/2001 Z. z. o cenných papírech a investičních službách a o změně a doplnění některých zákonov v znení neskorších predpisov, který v § 71 a následujících přebírá evropskou právní úpravu, především směrnici ID. Podobný přístup je pak aplikován v případě subjektů kolektivního investování (zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní) a platebních institucí (Zákon č. 492/2009 Z. z. o platobných službách a o změně a doplnění některých zákonov v znení neskorších predpisov).

Právní jistota a aplikovatelnost slovenské právní úpravy se tedy odvíjí především od srozumitelnosti a aplikovatelnosti textu evropských směrnic a nejsou komplikovány snahou o národní specifickou úpravu. Slovenská právní úprava také může nezprostředkovaně využít všech výhod vyplývajících z výkladových materiálů k příslušným směrnicím a je rovněž srozumitelnější pro zahraniční subjekty se zájmem o poskytování investičních služeb na Slovensku.

Kromě výše uvedeného přebírání textu i systematiky evropských právních předpisů lze velmi pozitivně hodnotit i přístup slovenského zákonodárce k různým druhům organizačních

požadavků, které stanoví, že řídicí, dozorčí nebo jiný vedoucí orgán regulovaného subjektu za něco odpovídá. V tomto případě je vždy stanovena povinnost zahrnout dané kompetence a odpovědnosti do stanov obchodní společnosti.²⁴³

Nejpropracovanější právní úpravou obezřetnostních pravidel je právní úprava **anglická**, která je obsažena především v *Handbooku*²⁴⁴ vypracovaném FSA a převzatém FCA a PRA. Fungování právních pravidel obsažených v *Handbooku* FSA je dále podporováno celou škálou výkladových materiálů, tematických studií, regulatorních průzkumů a zveřejňováním plných znění sankčních rozhodnutí (*final notice*). Tato činnost podporuje právní jistotu i aplikovatelnost právních pravidel, stejně jako skutečnost, že jsou právní pravidla obsažena v jednom dokumentu a jsou aplikována na příslušné instituce díky sofistikovanému systému definic a aplikačních matic. Každé pravidlo také obsahuje poznámku o tom, které konkrétní ustanovení jakého evropského předpisu implementuje. Eurokonformita anglické právní úpravy je zajištěna rovněž samotným přístupem regulátora, který on sám označuje jako „inteligentní *copy-out*“ ustanovení evropských právních předpisů. Angličtí regulátoři mají také jednoznačně stanoveny a zveřejněny své dohledové a sankční postupy (*Decision Procedure and Penalties Manual*). **Adresáti právních norem tak naleznou všechna relevantní pravidla na jednom místě, přičemž u každého je jednoznačně stanovena jejich osobní a věcná působnost.**

Co se týče např. problematiky řídicího a kontrolního systému, lze poukázat na dva základní aspekty anglické právní úpravy, která by se tak mohla stát vzorem pro úpravu tuzemskou, samozřejmě přizpůsobenou odlišné právní kultuře, především požadavkům na výstavbu právního řádu a na aplikaci právních předpisů. Jde jednak o standardy *Senior Management Arrangements, Systems and Controls* (SYSC), jednak o koncept schválených osob podle standardů *Statements of Principle and Code of Practice for Approved Persons* (APER) a *Fit and Proper test for Approved Persons* (FIT). **SYSC představují implementaci organizačních požadavků celé řady evropských právních předpisů a aplikovaných napříč subjekty působícími na finančním trhu²⁴⁵, neboť odchylky jsou zde, jak také ukazuje tato disertační práce, minimální. V tuzemské právní úpravě by tyto standardy**

²⁴³ Viz např. § 34 odst. 1 zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní: *Správčovská spoločnosť je povinná v stanovách rozdeliť a upraviť právomoci, povinnosti a zodpovednosť osôb tvoriacich vrcholový manažment za plnenie ich povinností.*

²⁴⁴ Dostupný i on-line na <http://fshandbook.info/FS/index.jsp>

²⁴⁵ *The purposes of SYSC are...to create a common platform of organisational and systems and controls requirements for 1, 2 all firms.*

mohly být obsaženy ve společné vyhlášce k organizačním požadavkům a bylo by tak dosaženo žádoucí uniformity pravidel i jejich souladu s evropským právem.

V tuzemské právní úpravě zcela chybí reflexe odpovědnosti konkrétních fyzických osob za plnění povinností vyplývajících z právních předpisů regulujících finanční trh. Oproti tomu ve Velké Británii je potrestání konkrétních fyzických osob, často postavených velmi vysoko v organizační struktuře finanční instituce nebo zastávajících funkci compliance²⁴⁶, a jejich dočasné vyřazení z působení na finančním trhu celkem běžné. Ještě zajímavější je z pohledu tuzemské právní úpravy anglická právní úprava tzv. schválených osob (*approved persons*), kterými se rozumí osoby, kterým byl FCA nebo PRA udělen souhlas podle § 59 FSMA. Pouze schválené osoby pak mohou ve finančních institucích vykonávat tzv. kontrolované funkce (*controlled function*), kterými jsou klíčové organizační a kontrolní funkce při výkonu regulované činnosti, zejména různé druhy řídicích funkcí, ale také funkce dohledu nad compliance nebo tzv. *customer function*, přičemž je u každé funkce řečeno, zda spadá nebo nespadá pod kontrolované funkce.

Tuzemské právní úpravě bližší by však v tomto ohledu mohla být úprava francouzská, neboť ta v čl. 621-15 CMF obsahuje zákonný základ pro odpovědnost pro dvě skupiny osob, včetně osob fyzických, za porušení právem stanovených profesionálních pravidel (*manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois*) nebo AMF schválených profesních standardů (*règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers*). Podle zmíněného ustanovení je tedy odpovědný jak poskytovatel investiční služby, tak fyzická osoba řídící se jeho pokyny (*placées sous sa autorité*) nebo za něj jednající (*agissant pour son compte*). Právnícké i fyzické osoby však mohou být potrestány i za provinění, která se nevztahují k profesnímu zařazení, ale kterých se může dopustit kdokoliv, a to včetně obecně formulovaných porušení v oblasti ochrany investora. K odpovědnosti poskytovatelů investičních služeb za jednání jejich zaměstnanců existuje poměrně bohatá správní judikatura AMF²⁴⁷ zabývající se především přičitatelností jednání zaměstnanců a vedoucích osob poskytovateli investičních služeb. Obecně zde platí obdobná zásada, potvrzená i rozhodnutím Státní radou (*Conseil d'état*) ze 6. Července 2008, č. 299203

²⁴⁶ Viz např. Final notice z 30. září 2013 proti Alison Moran (<http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/final-notices/2013/alison-moran>)

²⁴⁷ <http://www.amf-france.org/Sanctions-et-transactions/Table-de-jurisprudence/Jurisprudence.html?category=7%C3%A8me+Partie+-+Prestataires+de+services+d%E2%80%99investissement%2C+produits+d%27%C3%A9pargne+collective+et+infrastructures+de+march%C3%A9>

a 300619, jako v případě přičitatelnosti spáchání trestného činu právnícké osobě podle § 8 odst. 2 písm. b)²⁴⁸ zákona č. 418/2011 Sb., o trestní odpovědnosti právnických osob a řízení proti nim, tedy že liberačním důvodem je z pohledu poskytovatele investičních služeb zavedení patřičných organizačních opatření, které daná fyzická osoba jednající mimo své pracovní úkoly vědomě poruší.

V obecné rovině lze **o francouzské úpravě rovněž prohlásit, že jednak lépe odpovídá evropským právním předpisům, neboť zákon i prováděcí právní předpisy jejich text přebírají, jednak je racionálnější v tom smyslu, že z důvodu úspornosti textu i aplikovatelnost právní úpravy jejími adresáty spojuje, tam kde je to možné, požadavky na různé subjekty působící na finančním trhu do jednoho souboru právních pravidel.** Tak je tomu např. u nebankovních poskytovatelů platebních služeb a bank v případě řízení rizik a u většiny subjektů ohledně organizačních pravidel. Také investiční společnosti jsou považovány za poskytovatele investičních služeb a vztahuje se tedy na ně jednotná úprava se speciální právní úpravou pro *sociétés de gestion*, kterými francouzská právní úprava rozumí jednak investiční společnosti jako subjekty kolektivního investování, jednak poskytovatele investiční služby obhospodařování majetku. Díky nejasně vymezeným působnostem AMF a ACPR ovšem někdy dochází k nevhodnému překrývání regulatorní požadavků, např. vnitřní kontrola je pokryta jak obecným nařízením AMF, tak nařízením ministra hospodářství *Règlement no 97-02 du 21 février 1997 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement*, které je v působnosti ACPR. Za zmínku v této souvislosti stojí také to, že AMF uděluje, na základě složení zkoušek, osobám vykonávajícím funkci compliance a vnitřní kontroly u investičních společností (RCCI²⁴⁹) a osobám vykonávajících funkci compliance u ostatních poskytovatelů investičních služeb (RCSI²⁵⁰) tzv. *cartes professionnelles*, které jsou pro výkon těchto činností nezbytné, a je o nich veden veřejný registr. Platí však pouze pro výkon dané činnosti v rámci poskytovatele investičních služeb, který danou osobu ke složení zkoušky navrhl.

²⁴⁸ Právnické osobě lze přičítat spáchání trestného činu uvedeného v § 7, jestliže byl spáchán zaměstnancem uvedeným v odstavci 1 písm. d) na podkladě rozhodnutí, schválení nebo pokynu orgánů právnické osoby nebo osob uvedených v odstavci 1 písm. a) až c) anebo proto, že orgány právnické osoby nebo osoby uvedené v odstavci 1 písm. a) až c) neprovedly taková opatření, která měly provést podle jiného právního předpisu nebo která po nich lze spravedlivě požadovat, zejména neprovedly povinnou nebo potřebnou kontrolu nad činností zaměstnanců nebo jiných osob, jimž jsou nadřizeny, anebo neučinily nezbytná opatření k zamezení nebo odvrácení následků spáchaného trestného činu.

²⁴⁹ Responsable de la conformité et du contrôle interne

²⁵⁰ Responsable de la conformité pour les services d'investissement

5. Obezřetnostní pravidla na finančním trhu – institucionální aspekty

Nezbytným doplňkem a předpokladem efektivního fungování stanovených obezřetnostních pravidel je jejich dohled a vynucování. V této části disertační práce se zmíním o praktickém zakotvení dohledových modelů ve vybraných členských státech EU, neboť přes stále se zvyšující stupeň harmonizace evropského práva finančního trhu, je uspořádání dohledu nad finančním trhem stále v diskreci národních zákonodárců, přičemž se nedá s jistotou říci, resp. neexistují proto jednoznačné důkazy, že by jeden model dohledu byl lepší než druhý. Ve skutečnosti si národní regulátoři příliš nelámou hlavu s teoretickými dohledovými modely a konkrétní institucionální uspořádání odráží spíše aktuální politickou situaci, než výsledky akademického bádání, což lze dobře vidět např. na zřízení a recentním rozštěpení britské FSA.²⁵¹ V rámci této části se tedy nebudu zabývat institucionální problematikou obecně, např. změnami poměrů mezi dohledem domovského a hostitelského státu nebo různými formami dohledové spolupráce, ale vedle nahlédnutí do dohledových uspořádání vybraných zemí upozorním na jednu z významných recentních změn, zřízení ESAs, a to z pohledu praktického fungování procesní ochrany proti jejich rozhodnutím.

5.1. Praktická aplikace teoretických přístupů k dohledu nad finančním trhem ve vybraných státech EU

V bodě 1.4. této práce jsem vymezil několik základních teoretických přístupů k modelu uspořádání dohledu nad finančním trhem, ta to (i) institucionální přístup, jehož výsledkem je sektorový model dohledu nad finančním trhem, (ii) funkcionální přístup, jehož výsledkem je funkcionální model dohledu nad finančním trhem a (iii) integrovaný přístup, jehož výsledkem je unifikovaný model dohledu nad finančním trhem. Dohled nad finančním trhem je ve většině států vykonáván specializovanými orgány veřejné správy, které se těší různé míře nezávislosti, a to nejen na osobách, vůči kterým je dohled vykonáván, ale rovněž proti zásahům politického charakteru, jak to vyžadují základní mezinárodní standardy, zejména *BIS Core Principles for Effective Supervision* a *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*. Jakým způsobem jsou v praxi výše uvedené teoretické modely aplikovány stručně zmíním v tomto bodě své disertační práce.

²⁵¹ Viz např. Eilis Ferran: *The break-up of the Financial Services Authority*, Oxford Journal of Legal Studies 31(3), 455-480, 2011.

Česká republika

Do 1. dubna 2006 neexistoval v České republice jednotný dohled nad finančním trhem. O dohledovou působnost na finančním trhu se dělily (i) Komise pro cenné papíry, (ii) Česká národní banka²⁵², (iii) Úřad státního dozoru v pojišťovnictví a penzijním připojištění²⁵³, (iv) Úřad pro dohled nad družstevními záložnami²⁵⁴ a Ministerstvo zemědělství.²⁵⁵ Od výše uvedeného data byl dohled nad finančním trhem sjednocen pod jediného regulátora – Českou národní banku. Stalo se tak zákonem č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem. Podle vládního návrhu tohoto zákona (sněmovní tisk č. 997) měl být původně celý proces dvoustupňový: *„Usnesením vlády č. 452 dne 12. května 2004 byl schválen záměr postupně integrovat státní dozor nad finančním trhem do jediné instituce. Navrhovaným zákonem je řešena realizace první etapy integrace dozoru, ve které k 1. 1. 2006 dojde: a) k integraci dohledu nad bankami a dohledu nad družstevními záložnami do České národní banky (dále jen „ČNB“), b) k integraci státního dozoru nad kapitálovým trhem se státním dozorem v pojišťovnictví a penzijním připojištění do Komise pro cenné papíry. Na konci první etapy tak vzniknou dva dozorové orgány, které budou ve druhé etapě integrovány do jediné instituce dozoru nad finančním trhem. Ve druhé etapě budou řešeny i dosud otevřené otázky, například konkrétní formy a působnosti této budoucí instituce. Realizace druhé etapy se předpokládá nejpozději k datu přistoupení České republiky do Hospodářské a měnové unie.“*²⁵⁶

Důvodová zpráva nikdy nebyla změněna, a proto se již dnes nedozvíme, co vedlo navrhovatele textu zákona k rychlé změně názoru a k integraci dohledu v jedné fázi. Uváděnými důvody pro integraci dohledu bylo zvýšení přehlednosti systému regulace a dozoru, omezení překrývání kompetencí mezi dozorovými orgány a „šedých zón“, vytvoření předpokladů pro efektivnější monitoring finančního trhu, prohloubení výkonu konsolidovaného dohledu nad finančními skupinami a doplňkového dozoru, uplatňování rovných regulatorních požadavků v jednotlivých sektorech finančního trhu, dosažení

²⁵² Kromě bankovního dohledu prováděla devizovou regulaci a dohled nad nebankovními devizovými subjekty a byla odpovědná i za dozor nad platebními systémy.

²⁵³ Začleněný do organizační struktury Ministerstva financí a vykonávající dozor v pojišťovnictví a penzijním připojištění.

²⁵⁴ Začleněný do organizační struktury Ministerstva financí a vykonávající dohled nad družstevním bankovníctvím

²⁵⁵ Dozorové pravomoci podle zákona č. 307/2000 Sb., o zemědělských skladních listech a zemědělských veřejných skladech a o změně některých souvisejících zákonů.

²⁵⁶ <http://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=14144>

synergických efektů - např. efektivnější využití personálních zdrojů, zejména klíčových specialistů, snížení nákladů díky sdílení provozní infrastruktury a shodný přístup ke všem dohlíženým subjektům.

Česká republika tedy aplikuje integrovaný přístup, jehož výsledkem je unifikovaný model dohledu nad finančním trhem vykonávaný Českou národní bankou.

Slovenská republika

Ve Slovenské republice je obdobně jako v České republice dohled nad finančním trhem integrován do centrální banky, kterou je Národní banka Slovenska (NBS), a to od 1. ledna 2006. Podobné jsou rovněž pravomoci jednotného orgánu dohledu. Samotný výkon dohledu pak fakticky vykonává organizační složka NBS (§ 10 ZoNBS), a to Útvar dohledu nad finančním trhem (§ 5 ZoD-SK).

Pro výkon dohledu NBS je kromě ZoNBS klíčový také ZoD-SK. Sektorové zákony, které se týkají poskytovatelů investičních služeb, subjektů kolektivního investování a poskytovatelů platebních služeb, a to z pohledu obezřetnostních pravidel, jsou především zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papírech a investičních službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (poskytovatelé investičních služeb), zákon č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní (subjekty kolektivního investování) a č. 492/2009 o platobných službách a o zmene a doplnení niektorých zákonov (poskytovatelé platebních služeb).

Podle § 1 odst. 3 písm. a) bod 1 ZoD-SK *Národná banka Slovenska pri dohľade nad dohliadanými subjektmi ustanovuje pravidlá obozretného podnikania, pravidlá bezpečnej prevádzky a ďalšie požiadavky na podnikanie dohliadaných subjektov*. NBS je tedy ze zákona nadána obecnou pravomocí určovat konkrétní požadavky, kterými se dohlížené subjekty musí řídit, a to vedle běžné pravomoci vydávat prováděcí právní předpisy na základě zákonného zmocnění. V tomto případě lze mít pochybnost o legitimitě takového počínání, nicméně nezdá se, že by NBS tuto pravomoc využívala a je pravděpodobné, že ji chápe ve smyslu běžného prováděcího zákonodárství. Podle § 1 odst. 3 písm. c) ZoD-SK totiž NBS c) *vydáva všeobecne záväzné právne predpisy na vykonanie tohto zákona a osobitných zákonov v oblasti finančného trhu, ak to ustanovujú tieto zákony*. Podle § 2 odst. 9 ZoD-SK pak NBS *zverejňuje podľa § 37 ods. 3 ňou určené stanoviská, metodické usmernenia a odporúčania súvisiace s dohľadom nad finančným trhom a vysvetľujúce uplatňovanie tohto zákona, osobitných zákonov a iných všeobecne záväzných právnych predpisov vzťahujúcich sa na dohliadané*

subjekty alebo na ich činnosti. Tato pravidla NBS zveřejňuje ve Vestníku Národnej banky Slovenska. Regulace a dohled NBS je tedy, vcelku pochopitelně, velmi podobný modelu uplatňovanému v České republice.

Velká Británie

V návaznosti na opatření reagující na globální finanční krizi byl ve Velké Británii přijat v roce 2012 *Financial Services Act*, který s platností od 1. dubna 2013 změnil jednotný model regulace a dohledu nad finančním trhem, vykonávaný *Financial Services Authority*, na tzv. dvou pilířový, tedy *twin peaks* model. Zmíněný zákon svěřil základní odpovědnost za systematický a obecný dohled nad britským finančním trhem centrální bance prostřednictvím zřízení *Financial Policy Committee* v rámci *Bank of England*, která monitoruje rizika finančního trhu a reaguje na identifikovaná rizika. V rámci centrální banky pak funguje i jeden ze dvou pilířů dohledu, *Prudential Regulation Authority* (PRA) odpovídající za bezpečnost a spolehlivost sektoru finančních služeb, resp. přesněji řečeno za bezpečnost a spolehlivost jí autorizovaných finančních institucí (čl. 2B odst. 2 *Financial Services Act*). Název tohoto nového úřadu by napovídal, že byl zvolen funkcionální model, nicméně PRA vykonává dohled pouze nad obezřetnostními pravidly v užším smyslu, a to ještě pouze u finančních institucí, s nimiž je díky jejich podnikání spojeno zásadní riziko pro finanční systém, tedy u úvěrových institucí, pojišťoven a velkých investičních bank (poskytovatelů investičních služeb). Druhým pilířem britského modelu je *Financial Conduct Authority* (FCA), která opět poněkud v rozporu se svým názvem vykonává dohledu nejen v oblasti pravidel jednání, ale v zásadě všude, kde není dána pravomoc PRA a je tak vlastně nástupcem zrušené FSA (čl. 1A odst. 1 *Financial Services Act*).

Základní právní rámec regulace a dohledu představuje ve Velké Británii *Financial Services and Markets Act 2000*, který byl zásadním způsobem novelizován výše uvedeným zákonem. *Financial Services Act* svěřuje mj. ve svém čl. 1B odst. 6²⁵⁷ a podrobněji pak v čl. 137 a násl. FCA velmi široké pravomoci, především co se týče vydávání prováděcích právních předpisů, pokynů a právní interpretace relevantních ustanovení (obdobné pravomoci jsou svěřeny rovněž PRA). Zásadním význam pro komparaci zavedených obezřetnostních

²⁵⁷ *For the purposes of this Chapter, the FCA's general functions are— (a)its function of making rules under this Act (considered as a whole), (b)its function of preparing and issuing codes under this Act (considered as a whole), (c)its functions in relation to the giving of general guidance under this Act (considered as a whole), and (d)its function of determining the general policy and principles by reference to which it performs particular functions under this Act.*

pravidel má pak v tomto ohledu „příručka“ *FCA/PRA Handbook* obsahující podrobná právní pravidla, jimiž se musí řídit osoby regulované a dohlížené zmíněnými orgány. Z našeho pohledu jde tedy o systém s hlediska demokratické legitimacy sekundárních právních předpisů poněkud sporný, neboť těžiště regulace finančního trhu zde evidentně leží v sofistikovaném a do detailu propracovaném *Handbooku*, nikoliv na úrovni zákona přijatého britským parlamentem.

Francie

Základním právním předpisem, který stanoví právní rámec pro regulaci finančního trhu a jeho dohled, je ve Francii *Code monétaire et financier* (CMF) z roku 2000. Tento zákon rozděluje dohledové pravomoci mezi dva orgány, a to *Autorité des marchés financiers* (AMF) a *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR). AMF byla vytvořena v roce 2003 sloučením tehdejších orgánů dohledu²⁵⁸ za účelem zjednodušení stávající složité dohledové struktury a jejím posláním je především ochrana investorů a řádné fungování finančního trhu. AMF disponuje širokými pravomocemi, zejména podle čl. L621-6²⁵⁹ CMF obecnou pravomocí vydávat prováděcí právní předpisy v oblasti své věcné a osobní působnosti, kterou využila pro vydání jednotné prováděcí právní úpravy prostřednictvím tzv. *Règlement Général Unique* obsahující rovněž podrobná obezřetnostní pravidla, stejně tak jako pravomocí vydávat individuální správní akty a podávat výklad svých právních předpisů. Oproti situaci ve Velké Británii je však zmíněný obecný prováděcí předpis vydáván jako prováděcí vyhláška ministerstva hospodářství.

ACPR, založená v reakci na světovou finanční krizi v roce 2010 sloučením tehdejších dohledových orgánů²⁶⁰, je součástí francouzské centrální banky a v jejím čele tedy stojí guvernér *Banque de France*, je jí však zákonem zaručena nezávislost, a jejím posláním je chránit stabilitu finančního trhu a zájmy zákazníků finančních institucí podléhajících jejímu dohledu. Co se týče rozdělení pravomocí, je ACPR výlučným orgánem dohledu mj. nad sektorem bank, pojišťoven a platebních institucí, v případě sektoru poskytovatelů platebních

²⁵⁸ Conseil des marchés financiers, Commission des opérations de bourse a Conseil de discipline de la gestion financière.

²⁵⁹ *Pour l'exécution de ses missions, l'Autorité des marchés financiers prend un règlement général qui est publié au Journal officiel de la République française, après homologation par arrêté du ministre chargé de l'économie. L'Autorité des marchés financiers peut, pour l'application de son règlement général et l'exercice de ses autres compétences, prendre des décisions de portée individuelle. Elle peut également publier des instructions et des recommandations aux fins de préciser l'interprétation du règlement général.*

²⁶⁰ Commission bancaire, Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, Comité des entreprises d'assurance a Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

služeb pak těch poskytovatelů, kteří nejsou *sociétés de gestion de portefeuille*, tedy správci fondů kolektivního investování nebo poskytovateli investiční služby obhospodařování majetku. V případě poskytovatelů investičních služeb je tedy dána jak pravomoc AMF, tak APCR, nicméně APCR v tomto případě dohlíží pouze obezřetnostní pravidla v užším smyslu.

Francouzský model dohledu nad finančním trhem má tedy, podobně jako model britský, dva základní pilíře (*twin peaks model*), a to AMF a ACPR. Nedá se však říci ani, že by francouzský model vycházel z teoretického dělení na obezřetnostní pravidla a pravidla jednání, jak by nasvědčovaly názvy obou dohledových orgánů, ani že je důsledně dodržován model sektorový.

5.2. Systém Evropských orgánů dohledu

V návaznosti na doporučení Larosiérový zprávy a konzultace všech zainteresovaných subjektů byl v prosinci 2010 ustanoven jednak nový systém evropských orgánů dohledu (ESFS), který představuje institucionální ukotvení úzké spolupráce EU a dohledových orgánů členských států, jednak byla zřízena Evropská rada pro systémová rizika (ESRB), která dohlíží a vyhodnocuje rizika ohrožující celkovou finanční stabilitu v EU a v případě potřeby vydává varování a doporučení (makroúroveň, systémová rizika).

Další změnou byla přeměna regulatorních výborů třetího stupně na orgány EU se samostatnou právní subjektivitou, tzv. ESAs (*European Supervisory Authorities*), tedy Evropský orgán pro bankovníctví (EBA), Evropský orgán pro pojišťovnictví a zaměstnanecké penzijní pojištění (EIOPA) a Evropský orgán pro cenné papíry a trhy (ESMA). Pokud vyvstanou mezisektorové regulatorní či dohledové otázky, jsou řešeny společným výborem uvedených orgánů (*Joint Committee of the European Supervisory Authorities*).

Regulatorní výbory třetího stupně Lamfalussyho legislativního procesu byly spíše poradními fóry s velmi limitovanou pravomocí vydávající pouze nezávazné pokyny a doporučení. Kvalita jejich práce, rychlost, efektivnost a otevřenost jejich konzultačních procesů vůči regulovaným subjektům jim však postupem času získaly značný vliv, větší, než byly jejich formálně zakotvené pravomoci. Tyto výbory, především pak CESR, tak měly pro vývoj evropského práva finančního trhu značný význam a výsledky jejich činnosti jsou i nadále často využívány při interpretaci některých nejasných ustanovení evropského finančního práva. Také ESAs na jejich činnost do značné míry navázaly.

Přes dílčí úspěchy regulatorních výborů třetího stupně byla aplikace finančně-právních předpisů nekonzistentní a dohled byl prováděn v různých členských státech různě. Řada obezřetnostních pravidel „technického charakteru“ byla přijímána až na úrovni členských států, což v důsledku znamenalo značné odlišnosti v právních režimech v rámci jednotného trhu. Další problém představovala neefektivní spolupráce orgánů dohledu v rámci tzv. dohledových kolegií (*colleges of supervisors*). Především díky právě uvedeným problémům byl vytvořen nový systém evropských orgánů dohledu, který má např. dle čl. 1 odst. 5 N-ESMA přispět k:

- a) lepšímu fungování vnitřního trhu, včetně především důkladné, účinné a jednotné úrovně regulace a dohledu;
- b) zajištění integrity, průhlednosti, účinnosti a řádného fungování finančních trhů,
- c) posílení koordinace dohledu na mezinárodní úrovni,
- d) předcházení regulatorní arbitráže a prosazování rovných podmínek hospodářské soutěže,
- e) zajištění toho, aby investování a jiná rizika byla vhodně upravena a podléhala řádnému dohledu, a
- f) posílení ochrany spotřebitelů.

Za povšimnutí však stojí především skutečnost, že *Při plnění svých úkolů jedná orgán pro cenné papíry a trhy nezávisle a objektivně a ve výlučném zájmu Unie*. Za účelem naplnění stanovených cílů, přičemž z pohledu této práce je důležitý především úkol první, tedy zajištění unifikované regulace a dohledu, jsou ESAs svěřeny rozsáhlé pravomoci, které jsem zmiňoval rovněž v bodě 3.2. této disertační práce v souvislosti s analýzou a zhodnocením Lamfalussyho legislativního procesu.

5.3. K vybraným pravomocem Evropských orgánů dohledu

ESAs v rámci plnění svých úkolů vypracovávají především návrhy regulačních a prováděcích technických norem a vydávají obecné pokyny a doporučení, to vše *s cílem přispívat k vytváření vysoce kvalitních společných norem a postupů regulace a dohledu*. Přestože by se mělo jednat o prováděcí předpisy technické povahy, které musí vydat Evropská komise v přenesené pravomoci ve formě nařízení nebo rozhodnutí (čl. 10 odst. 4 Nařízení ESAs), už nyní je z praxe ESAs zřejmé, že budou své legislativní pravomoci hojně využívat,

přičemž konečným cílem jejich snažení je jednotný soubor pravidel pro regulaci evropského finančního trhu.

Další významnou skupinou pravomocí ESAs jsou pravomoci koordinační. ESAs mají přispívat k jednotnému uplatňování právně závazných aktů EU, zejména tak, že přispívají ke společné kultuře dohledu, zajišťují jednotné, účinné a efektivní uplatňování evropského finančního práva, zabraňují regulatorní arbitráži, zprostředkovávají a urovnávají spory mezi příslušnými orgány, zajišťují účinný a jednotný dohled nad účastníky finančního trhu a zajišťují jednotné působení kolegií orgánů dohledu a přijímá opatření mimo jiné v mimořádných situacích (čl. 8 písm. b) Nařízení ESAs). Za povšimnutí stojí především právně závazná mediace v případě neshody dohledových orgánů členských států podle čl. 21 odst. 4 Nařízení ESAs. **Jednotné uplatňování evropského finančního práva může v případě ESAs znamenat i přijímání individuálních rozhodnutí určených účastníkům finančního trhu v konkrétních případech** uvedených v čl. 17 odst. 6, v čl. 18 odst. 4 a v čl. 19 odst. 4 Nařízení ESAs.

Oproti původnímu záměru Evropské komise nemají ESAs žádnou přímou dohledovou pravomoc nad finančními institucemi v EU. Výjimkou je přímý dohled na ratingovými agenturami vykonávaný ESMA. Příslušná zřizovací nařízení ovšem ponechávají možnost udělit jim pravomoci tohoto charakteru v budoucnosti. **Dohled nad finančními institucemi tedy zůstává i nadále záležitostí jednotlivých členských států EU, byť se mohou ESAs stát plnohodnotnou součástí kolegií orgánů dohledu v případě přeshraniční spolupráce.**

Co se týče pravomocí ESAs a obezřetnostních pravidel zkoumaných v této disertační práci, lze zmínit, že význam mají prozatím především tzv. obecné pokyny podle čl. 16²⁶¹ N-ESAs. Podle čl. 16 odst. 3 Nařízení ESAs platí, že *Příslušné orgány a účastníci finančního trhu vynaloží veškeré úsilí, aby se těmito obecnými pokyny a doporučeními řídily*. K pokynům významným z hlediska obezřetnostních pravidel patří Obecné pokyny EBA k internal governance (řídící a kontrolní systém), Obecné pokyny EBA ke srovnávání odměňování, Obecné pokyny EBA ke shromažďování údajů o osobách s vysokými příjmy, Obecné pokyny ESMA pro zásady a postupy v oblasti odměňování podle MiFID, Obecné pokyny ESMA k požadavkům směrnice MiFID na funkci compliance a Obecné pokyny ESMA k systémům a

²⁶¹ *S cílem zavést jednotné, účinné a efektivní postupy dohledu v rámci ESFS a zajistit společné, důsledné a jednotné uplatňování práva Unie vydává orgán pro cenné papíry a trhy obecné pokyny a doporučení určená příslušným orgánům či účastníkům finančního trhu.*

kontrolám v prostředí automatizovaného obchodování pro obchodní platformy, obchodníky s cennými papíry a příslušné orgány.

5.4. K jednomu aspektu praktického fungování ESAs

Všechny ESAs mají shodnou organizační a administrativní strukturu, skládající se z rady orgánů dohledu, správní rady, předsedy, výkonného ředitele a odvolacího senátu. Kromě toho, že Nařízení ESAs stanoví podrobnosti organizační a administrativní struktury, zakládá v případě rozhodnutí o porušení unijního práva, opatřeních v mimořádných situacích a urovnávání sporů mezi národními orgány dohledu, **možnost odvolat se ke odvolacímu senátu Evropských orgánů dohledu** (dále jen „Odvolací senát“), který se skládá z externích právních expertů. Na tomto místě **analyzuji a zhodnotím první z rozhodnutí tohoto nového evropského orgánu, neboť má přímou souvislost s problematikou zkoumanou v této práci.**

Dne 24. června 2013 vydal Odvolací senát své první rozhodnutí, a to rozhodnutí č. BoA 2013 – 008 (dále jen „Rozhodnutí“) ve věci odvolatele SV Capital OÜ (dále jen „SVC“) proti rozhodnutí EBA Ref. EBA C 2013 002 z 25. ledna 2013 (dále jen „Rozhodnutí EBA“).

Odvolací senát je v oblasti evropského finančního práva prvním orgánem svého druhu a příslušným zakládajícím aktem mu byla svěřena v rámci nového Evropského systému dohledu nad finančním trhem důležitá rozhodovací pravomoc, ostatně stejně jako samotným ESAs. Podle recitálu 28 až 29 Nařízení ESAs platí, že *Zajištění správného a úplného uplatňování práva Unie je základním předpokladem pro dosažení integrity, průhlednosti, účinnosti a řádného fungování finančních trhů, stability finančního systému a neutrálních podmínek pro hospodářskou soutěž mezi finančními institucemi Unie. Měl by být tedy vytvořen mechanismus, na jehož základě by orgán pro bankovníctví řešil případy neuplatňování nebo nesprávného uplatňování práva Unie, které lze považovat za jeho porušení. Tento mechanismus by se měl uplatňovat v oblastech, ve kterých právní předpisy Unie stanovují jednoznačné a nepodmíněné povinnosti... Pro přiměřenou reakci na případy nesprávného či nedostatečného uplatňování práva Unie by měl být zaveden třístupňový mechanismus. Za prvé by měl být orgán pro bankovníctví oprávněn vyšetřovat údajné nesprávné či nedostatečné plnění povinností vyplývajících z práva Unie ze strany vnitrostátních orgánů při provádění dohledu a vydat k tomu doporučení. Za druhé, pokud se příslušný vnitrostátní orgán neřídí tímto doporučením, měla by být Komise zmocněna k vydání formálního stanoviska zohledňujícího doporučení orgánu pro bankovníctví*

požadujícího po příslušném orgánu, aby přijal nezbytná opatření pro zajištění souladu s právem Unie... Za třetí ve výjimečných případech, v nichž dojde k trvalé nečinnosti dotčeného příslušného orgánu a situaci nebude možné řešit jiným způsobem, by měl být orgán pro bankovníctví oprávněn přijímat rozhodnutí určená jednotlivým finančním institucím. Toto oprávnění by mělo být omezeno na výjimečné situace, kdy příslušný orgán nedodrží jemu určené formální stanovisko a kdy se právo Unie přímo vztahuje na finanční instituce prostřednictvím současných nebo budoucích nařízení Unie.

Je evidentní, že **rozhodnutí ESAs může přímo zasáhnout jak do jinak suverénní sféry orgánů dohledu členských států EU, tak přímo do sféry regulovaných subjektů a jejich zákazníků.** Možnost odvolání se tedy v této situaci jeví jako racionální vyvažující prostředek zásadních pravomocí²⁶², stejně tak jako výraz odpovědnosti evropských orgánů dohledu, prostředek jednotného výkladu evropského finančního práva a konečně i jako jeden z aspektů „dobré veřejné správy“ (*good governance*). Dodejme, že **rozhodnutí Odvolacího senátu lze dále napadnout u Evropského soudního dvora** (čl. 61 Nařízení ESAs), což představuje další formu zajištění nezávislého posouzení daného sporu.

Výše uvedenému odpovídá také vymezení jurisdikce Odvolacího senátu v čl. 60 odst. 1 Nařízení ESAs: *Jakákoli fyzická nebo právnická osoba nebo příslušné orgány mohou podat odvolání proti rozhodnutí orgánu pro bankovníctví uvedenému v článku 17, 18 nebo 19 či jinému rozhodnutí přijatému orgánem pro bankovníctví v souladu s akty Unie uvedenými v čl. 1 odst. 2, které je určeno této osobě, nebo proti rozhodnutí, které se této osoby bezprostředně a přímo dotýká, i když je určeno jiné osobě.*

Odvolací senát tak lze považovat za důležitou součást nového Evropského systému dohledu nad finančním trhem, a to především z hlediska jednotné aplikace unijního finančního práva.

(i) Základní fakta

Odvolatel, společnost SVC je estonskou právnickou osobou, která dopisem svého právního zástupce zde dne 24. října 2012 požádala EBA o zahájení řízení ve věci možného

²⁶² Viz např. recital 58 Nařízení EBA: *Je nutné zajistit, aby strany, kterých se dotýkají rozhodnutí přijatá orgánem pro bankovníctví, mohly uplatnit odpovídající opravné prostředky. Má-li orgán pro bankovníctví rozhodovací pravomocí, měly by mít pro zajištění efektivní ochrany práv jednotlivých stran a z důvodu procesní ekonomie příslušné strany právo odvolat se k odvolacímu senátu. Z důvodu účinnosti a jednotnosti by měl být odvolací senát společným orgánem všech evropských orgánů dohledu, nezávislým na jejich organizační a regulační struktuře. Proti rozhodnutí odvolacího senátu by mělo být možné podat žalobu u Soudního dvora Evropské unie.*

porušení unijního práva, a to v návaznosti na čl. 17 Nařízení EBA, který mj. stanoví, že *Na žádost jednoho nebo více příslušných orgánů, Evropského parlamentu, Rady, Komise, skupiny subjektů působících v bankovníctví nebo z vlastní iniciativy a po sdělení dotčenému příslušnému orgánu může orgán pro bankovníctví provádět šetření údajného porušování nebo neuplatňování práva Unie.*

Možné porušení evropského práva dovozuje SVC z rozsudku estonského soudu z prosince 2011 ve sporu, který se týkal vedení běžného účtu estonskou pobočkou Nordea Bank Finland PLC a podle kterého dvě osoby pověřené řízením pobočky („governors“) poskytli nepravdivé důkazy, resp. neposkytli důkazy pravdivé (*had not given truthful evidence*), bohužel bez bližší konkretizace takového jednání. SVC pak v lednu 2012 požádala estonský orgán dohledu nad finančním trhem (*Finantsininspeksioon*), aby tyto osoby zbavila jejich funkcí. Estonský orgán dohledu měl však za to, že otázka posuzování vhodnosti („*fit and proper*“) vedoucích pobočky zahraniční banky je věcí domovského orgánu dohledu, v tomto případě Finska. SVC se tedy v červenci 2012 obrátila na finský orgán dohledu nad finančním trhem (*Finanssivalvonta*), který však neshledal její žádost opodstatněnou, resp. shledal její obvinění nepravdivými. SVC se tedy v říjnu 2012 obrátila na EBA, aby zahájil řízení s estonským a finským orgánem dohledu, které podle názoru SVC selhaly při plnění svého poslání, a to tím, že výše uvedené vedoucí osoby pobočky úvěrové instituce nezbavily jejich funkcí, a to na základě nevhodnosti těchto osob pro výkon jejich funkcí.

EBA vyjádřil svůj názor v Rozhodnutí EBA (*decision letter*) ze dne 25. ledna 2013, které se pak stalo předmětem odvolání SVC. Podle EBA se posuzování vhodnosti vedoucích osob vztahuje pouze na úvěrovou instituci jako takovou (Nordea Bank Finland PLC) a nikoliv na její pobočku a výše uvedené orgány dohledu se tak nemohly dopustit porušení unijního práva. EBA také uvedl, že mu nepřísluší posuzovat příslušné národní právo aplikovatelné v dané věci. EBA vycházel z čl. 11 CRD, podle kterého *Příslušné orgány vydají úvěrové instituci povolení pouze tehdy, řídí-li její činnost skutečně nejméně dvě osoby. Nevydají povolení, pokud tyto osoby nepožívají dobré pověsti nebo nemají dostatek zkušenosti pro výkon svých funkcí.*

Vzhledem k výše uvedenému představuje podle Odvolacího senátu zásadní sporný bod otázka, zda mohla uvedená fakta představovat údajné porušení unijního práva či nikoliv a zda tedy existuje možnost aplikace čl. 17 Nařízení EBA. Konkrétně pak jde o otázku, zda se čl. 11

CRD vztahuje pouze na osoby, které skutečně řídí činnost úvěrové instituce nebo také na osoby, které řídí pobočku úvěrové instituce.

(ii) Shrnutí argumentů společnosti SVC

EBA měl zasáhnout, resp. zabývat se podáním (stížností) SVC, neboť skutečnost, že funkci vedoucích osob pobočky úvěrové instituce zastávají nevhodné osoby, může představovat porušení unijního práva. SVC zmiňuje tato konkrétní ustanovení podporující její názor: čl. 1 odst. 2, 3 a 5 Nařízení EBA; čl. 9 odst. 4 FGD; čl. 25 odst. 4 PSD; čl. 22, čl. 40 a čl. 42 CRD a čl. 8 Nařízení EBA

(iii) Shrnutí argumentů EBA

- rozhodnutí EBA nesplňuje kritéria čl. 60 odst. 1 Nařízení EBA, tedy ani nebylo adresováno (určeno) právnímu zástupci SVC, ani není rozhodnutím, které by se bezprostředně a přímo SVC dotýkalo,
- článek 11 CRD je jediným relevantním ustanovením unijního práva, které je možné v dané věci aplikovat,
- článek 11 CRD se vztahuje pouze na úvěrovou instituci jako takovou a nikoliv na její pobočku,
- otázka, zda je pobočka úvěrové instituce řízena vhodnými osobami, nespadá do oblasti unijního práva a tedy ani do působnosti EBA a
- vzhledem k výše uvedenému je třeba podání (stížnost) SVC odmítnout, tj. setrvat na původním rozhodnutí EBA a odvolání odmítnout jako nepřípustné.

(iv) Rozhodnutí Odvolacího senátu

V rozporu se svým původním stanoviskem se EBA vyjádřil, že Rozhodnutí EBA sice bylo adresováno právnímu zástupci SVC, nikoliv však SVC. Odvolací senát však v souladu s názorem SVC rozhodl, že Rozhodnutí EBA bylo jednoznačně adresováno právnímu zástupci SVC, a to právě jako právnímu zástupci SVC, a je tedy rozhodnutím podle čl. 60 odst. 1 Nařízení EBA.

Jak již bylo uvedeno výše, podle čl. 17 odst. 2 Nařízení EBA *Na žádost jednoho nebo více příslušných orgánů, Evropského parlamentu, Rady, Komise, skupiny subjektů působících v bankovníctví nebo z vlastní iniciativy a po sdělení dotčenému příslušnému orgánu může*

orgán pro bankovníctví provádět šetření údajného porušování nebo neuplatňování práva Unie. V případě společnosti SVC ovšem nejde ani o jeden z právě uvedených subjektů, ale o dovolání se provedení šetření z vlastní iniciativy EBA, která má však diskreční charakter („může“). O uplatnění této diskreční pravomoci se však podle Odvolacího senátu v tomto případě jednat nemusí, neboť tvrzení SVC se netýká porušování nebo neuplatňování unijního práva, resp. netýká se jich, pokud je otázka vhodnosti vedoucích osob pobočky úvěrové instituce záležitostí výlučně vnitrostátního práva, jak tvrdí EBA. Jde tedy ve výsledku o otázku rozsahu aplikace unijního práva.

Odvolací senát postupně odmítl argumenty SVC uvedené výše a obšírněji se zabýval pouze otázkou aplikace CRD, především jejího článku 22. Odvolací senát nejprve zcela oprávněně upozorňuje na pokyny EBA z 22. listopadu 2012, které se týkají posuzování vhodnosti členů řídicího orgánu a osob v klíčových funkcích (dále jen „Pokyny EBA“)²⁶³ a které mají přímou souvislost s čl. 11 CRD. Podle bodu 2.1 Pokynů EBA *Article 11(1) of Directive 2006/48/EC entrusts the EBA with the task of ensuring the existence of guidelines for the assessment of the suitability of the persons who effectively direct the business of a credit institution. This follows on from the provision's requirement that competent authorities shall grant an authorisation to credit institutions only when there are at least two persons who effectively direct the business and shall not grant authorisation if these persons are not of sufficiently good repute or lack sufficient experience to perform such duties.* EBA je tedy tím, kdo by měl specifikovat obecné požadavky uvedené v čl. 11 CRD.

Podle čl. 22 CRD *Příslušné orgány domovského členského státu vyžadují, aby každá úvěrová instituce měla spolehlivé řídicí systémy, včetně jasné organizační struktury s dobře vymezenými, transparentními a konzistentními hranicemi odpovědnosti, účinné postupy k určení, řízení, kontrole a ohlašování rizik, kterým je nebo by mohla být vystavena, a přiměřené mechanismy vnitřní kontroly, včetně řádných administrativních a účetních postupů.*

K článku 22 CRD uvádějí Pokyny EBA v bodě 2.4 následující: *Furthermore Article 22 of Directive 2006/48/EC provides that Home State competent authorities shall require every credit institution to have robust governance arrangements in place...The present Guidelines aim to establish harmonised criteria for the assessment of the suitability of the members of the*

²⁶³ Viz Sdělení ČNB o obecných pokynech EBA k posuzování vhodnosti členů řídicího orgánu a osob v klíčových funkcích (http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/eba_gl_2012_06_sdeleni_cnb.html)

management body as part of such governance arrangements. For the same reason the Guidelines set out uniform criteria for the mandatory assessment of key function holders by credit institutions and their discretionary assessment by competent authorities. It is important to ensure also the suitability of key function holders as those persons are responsible for the day-to-day management of the credit institution under the overall responsibility of the management body.

Důležitější je ovšem z pohledu řešeného případu bod 2.5 Pokynů EBA, podle kterého *In summary, in order to achieve the necessary and desirable degree of harmonisation in this area these Guidelines are deliberately broader in scope than Article 11 of Directive 2006/48/EC in the following three respects: a) the Guidelines look beyond authorisation to ongoing suitability; b) the entities within scope include financial holding companies, and c) the persons within scope are not limited to those who effectively direct the business, but include all members of the management body as well as key function holders.* Zde tedy **EBA jednoznačně deklaruje, že její pokyny podstatným způsobem rozšiřují dosah čl. 11 CRD na všechny vedoucí osoby a také na tzv. *key function holders*, kteří jsou zodpovědní za každodenní řízení úvěrové instituce.** Těmito osobami se pak dle Pokynů EBA (str. 11) rozumí *those staff members whose positions give them significant influence over the direction of the credit institution, but who are not members of the management body. Key function holders might include heads of significant business lines, EEA branches, third country subsidiaries, support and internal control functions.* Vedoucí pobočky úvěrové instituce tedy nepochybně tuto definici splňuje.

EBA se však v průběhu řízení poněkud paradoxně tomuto jasnému argumentu bránil replikou, že jeho vlastní pokyny nejsou závazné a nemohou rozšiřovat rozsah aplikace unijního práva a také, že podle Pokynů EBA samotných je posuzování vhodnosti *key function holders* věcí vnitrostátních orgánů dohledu. Odvolací senát se však s tímto názorem evidentně neztotožnil a vyjádřil názor, že

(i) při posouzení rozsahu aplikace evropského práva je v dané věci nutné brát v úvahu především článek 22 CRD, který je obecnější, než článek 11 a zahrnuje tak i *key function holders*,

(ii) přestože nejsou Pokyny EBA právně závazné, jsou důležitým prvkem praktické interpretace CRD a

(iii) skutečnost, že posuzování vhodnosti *key function holders* je co se týče vnitrostátních orgánů dohledu diskreční, neznamená, že vhodnost těchto osob není v rozsahu působnosti unijního práva.

(v) Shrnutí

Vzhledem k výše uvedenému shledal Odvolací senát odvolání SVC nejen přípustným s ohledem na čl. 60 odst. 1 Nařízení EBA, ale také věcně oprávněným, neboť posuzování vhodnosti osob, které řídí pobočku úvěrové instituce, spadá do působnosti unijního práva, konkrétně pak CRD, kterou se Odvolací senát rozhodl interpretovat ve světle Pokynů EBA. Odvolací senát tedy rozhodl o postoupení věci EBA, který bude podle čl. 60 odst. 5 Nařízení EBA vázán rozhodnutím Odvolacího senátu a přijme pozměněné rozhodnutí týkající se dané věci. Škoda jen, že se Odvolací senát odmítl zabývat otázkou uplatňování diskreční pravomoci podle čl. 17 odst. 2 Nařízení EBA a vyjádřil názor, že se ani nezabýval otázkou, zda byli vedoucí estonské pobočky *key function holders*, ačkoliv je to celkem zřejmé z odůvodnění rozhodnutí. I přesto obsahuje první rozhodnutí Odvolacího senátu několik zajímavých momentů, které jsou podstatné z hlediska aplikační praxe v oblasti unijního finančního práva, mj. **jednoznačnou možnost ESAs rozšiřovat svou pseudolegislativní činností působnost evropských právních předpisů.**

Třetí část

Závěr

Ve své disertační práci jsem si jako primární cíle vytýčil především poskytnout komplexní a systematizovaný pohled na právní úpravu obezřetnostních pravidel ve vybrané oblasti právní úpravy finančního trhu s důrazem na kritickou (z pohledu správnosti transpozice příslušných evropských právních předpisů, právní jistoty adresátů transponovaných ustanovení a efektivnosti řešení daného problému) reflexi jednotlivých právních institutů a mezisektorové srovnání příslušných právních pravidel, a to v oblasti poskytovatelů investičních služeb, subjektů kolektivního investování a platebních institucí. Uvedený úkol považuji za splněný. Systematické zpracování problematiky obezřetnostních pravidel představuje především část druhá, doplněná dvěma dalšími perspektivami, a to institucionální a úrovnovou, které ovšem nebyly, vzhledem k rozsahu této disertační práce, zamýšleny ani zpracovány jako komplexní. Přesto však obsahují z pohledu právní vědy relevantní pohled na zkoumanou problematiku a také podrobně zpracovanou analýzu některých dílčích problémů.

Ve své disertační práci jsem se kromě systematického zpracování obezřetnostních pravidel zabýval podrobněji také několika zajímavými finančně-právními fenomény, a to problematikou střetu zájmů se zásadními přesahy do oblasti soukromého práva, sjednocením některých obezřetnostních pravidel v tuzemských prováděcích právních předpisech a případovou studií rozhodovací činností nově zřízených evropských orgánů dohledu.

Obezřetnostní pravidla mají v současném právu finančního trhu svůj původ téměř výlučně v evropské právé úpravě, která byla právě z tohoto důvodu v mé disertační práci silně akcentována. Změna původního režimu evropské právní úpravy z minimální harmonizace, vzájemného uznávání a dohledu domovského státu na centralizovaný evropský *command and control* systém do jisté míry vyloučila hnací sílu jakéhokoliv rozvoje, a to soutěž mezi regulatorními režimy různých států. V rétorice Evropské komise získala tato soutěž pejorativní konotace jako „regulatorní arbitráž“, se kterou je třeba bojovat. Harmonizace, ať již přímo deklarovaná jako maximální nebo úplná nebo díky míře detailu stanovených pravidel takto fakticky působící, již nepředstavuje nástroj odstraňování překážek integraci vnitřního trhu a nápravy „tržních selhání“, ale přináší unifikovanou regulaci tohoto trhu, ponechávající jen malý prostor pro vlastní iniciativu členských států, byť by mohla vést k lepším výsledkům při dosahování cílů regulace. Zmíněná skutečnost vyvolává řadu otázek týkajících se kvality harmonizované, resp. stále častěji, mj. činností ESAs, unifikované

regulace a možnosti členských států a subjektů působících na finančním trhu ovlivnit její podobu, což bylo v rámci konzultačních procesů původní podoby druhé úrovně Lamfalussyho legislativního procesu alespoň teoreticky možné. Tento problém je dále zvýrazňován prvky *principle-based regulation* přístupu, které se v textu evropských právních předpisů objevují a přinášejí flexibilitu právních pravidel nikoliv na úrovni členských států, jak by bylo vhodné, ale na úrovni regulovaných subjektů, kde však vedou spíše k právní nejistotě a problematické aplikaci, jak bylo v této práci několikrát poukázáno.

Z provedené analýzy a zhodnocení vyplývají následující závěry a případná doporučení *de lege ferenda*:

Jako nejzásadnější problém současné právní úpravy obezřetnostních pravidel se jeví poměr mezi zákonnou a prováděcí právní úpravou. V ustanovení § 79 odst. 3 Ústavy České republiky *je upravena pravomoc ministerstev a jiných správních úřadů, jakož i orgánů územní samosprávy, vydávat právní předpisy leckdy označované jako „podzákonné“, protože mohou být vydávány jen na základě zákona (nikoli na základě nařízení vlády) a v jeho mezích, někdy také jako „prováděcí“, protože se jimi zákon provádí v tom smyslu, že tyto předpisy ve vztahu k zákonu stanoví „podrobnosti“, zákon svým způsobem komplementují, a tak se podílejí na vytvoření komplexní právní úpravy určitých věcí.* (Sládeček, Mikule a Syllová 2007: 584). V oblasti práva finančního trhu se často setkáváme s velmi široce formulovanými zmocňovacími ustanoveními²⁶⁴ a jádro právního pravidla tak nacházíme především v prováděcí právní úpravě. Tento stav však nelze považovat za žádoucí, protože *podzákonné právní předpisy smějí být vydávány jen v mezích, které zákon stanoví, musí zákon tyto obsahové nebo jiné meze určit výslovně, v každém případě však musejí být zjevné ze smyslu a účelu zákona. Pokud Parlament rezignuje na stanovení příslušného rámce a blanketně zmocní exekutivu, aby stanovila, co je právo, jaká jsou práva a povinnosti osob nebo jaké jsou pravomoci a povinnosti správních úřadů, pak porušuje zásadu omezené delegace normotvorby a tedy i principy dělby moci...* Zmocnění k vydání právního předpisu musí být *jednoznačné a zřetelné* (Sládeček, Mikule a Syllová 2007: 585). K této otázce se již několikrát vyjádřil Ústavní soud, např. v nálezu č. 89/2004 Sb., kde tento ochránce ústavního pořádku negativně vnímal, že *zákon svou stručností a neurčitostí nedává nutný základní rámec pro zmíněný podzákonný předpis* a konstatoval, že *na základě zákonného zmocnění má prováděcí*

²⁶⁴ Viz např. § 12f písm. a) ZPKT *Prováděcí právní předpis stanoví způsob dodržování jednotlivých pravidel obezřetného poskytování investičních služeb podle § 12 nebo § 20 ZISIF Česká národní banka stanoví vyhláškou požadavky na kvalitativní kritéria řídicího a kontrolního systému obhospodařovatele...*

předpis konkretizovat problematiku upravenou v základních rysech již samotným zákonem, ale nikdy nesmí jít mimo zákon.

Vzhledem k právě uvedenému je nutné zajistit, aby jádro právní úpravy, ať už je obsaženo v rámcovém či prováděcím právním předpise evropského práva, bylo obsaženo v zákoně a prováděcí právní úprava stanovila pouze podrobnosti technického charakteru, tedy např. tak že kvalitativní charakteristiky obezřetnostních pravidel bude obsahovat zákon, kvantitativní požadavky vyhláška, jak je tomu např. v případě slovenské právní úpravy. Nemělo by tak docházet k situacím, kdy *splnění blíže neoznačených podmínek zvláštního předpisu, které se pak „ex post“ stávají konstitutivními znaky zákonem chráněného předmětu* (nález Ústavního soudu č. 59/1995 Sb.), neboť právě proto, že jsou pravidla v prováděcích právních předpisech označena za kvalitativní, nejsou pouze technickým provedením primární legislativy, ale stanovením nových právních pravidel, často ve velmi obecné formě, jakou bychom očekávali u zákonů. Stanovení základních právních pravidel je rozhodnutím demokraticky zvolených zástupců a ti to by neměli svou odpovědnost za smysluplnost a kvalitu regulace přenášet na výkonné orgány veřejné správy.

Dalším zásadním problémem je v oblasti regulace finančního trhu poměrně časté využívání regulace pomocí principů (PBR) či regulace a dohledu vycházejících z rizikového přístupu (RBA), která je díky zásadnímu vlivu Velké Británie charakteristickým rysem celé řady evropských právních předpisů, v tuzemských poměrech však znamená snížení právní jistoty i aplikovatelnosti daného pravidla. Vedle již uvedených autorů konstatovala jednoznačné selhání tohoto regulatorního přístupu také zpráva speciální komise britského ministerstva financí.²⁶⁵

Problém PBR/RBA regulace je především to, že přesouvá odpovědnost za dodržení deklarovaných cílů regulace na regulované subjekty, což otevírá značný prostor pro *ex post* posuzování jejich jednání. Regulátor uplatňující PBR/RBA musí vždy citlivě zvážit, zda ona „rizika“ jsou skutečně takového charakteru, že je lze, byť pomocí (pouze) pravděpodobnostního modelu, s dostatečnou jistotou *ex ante* určit nebo zda jde o skutečnou (neměřitelnou) nejistotu, a podle toho v příslušných pravidlech upravit odpovědnostní vztahy. Během globální finanční krize se ukázalo, že tento přístup nebyl plně respektován, a odpovědnost byla vyvozována i v případě materializace rizik, jejichž měření bylo i při dodržení regulatorních pravidel problematické, ne-li nemožné. Viníci se tedy hledali spíše ze

²⁶⁵ *The Treasury Select Committee's report, 'Run on the Rock' (Fifth Report 2007–2008).*

symbolických důvodů a na základě společenské poptávky, odůvodněné veřejnou pomocí, která byla, ač býti nemusela, finančním institucím poskytnuta. Další okruh problémů pak způsobuje aplikace RBA v právních řádech států, které při formulaci právních pravidel vycházejí z vyššího požadavku právní jistoty, než je tomu zejména v zemích právně kulturního okruhu *commonlaw*.

V případě našeho právního řádu je PBR/RBA v oblasti obezřetnostních pravidel uplatňován dvěma hlavními způsoby, a to (i) širokým uplatňováním principu proporcionality a (ii) využíváním jazyka vyšší neurčitosti, než má jazyk běžný. Oba tyto způsoby jsou velmi problematické. Nejen, že je princip proporcionality uplatňován na „řídící a kontrolní systém“ jako celek, což je v rozporu s evropským právem (nehledě na skutečnost, že je v jednotlivých regulovaných sektorech finančního trhu za řídící a kontrolní systém považováno něco jiného), ale není zřejmé, co přesně se tímto principem rozumí. Text *Řídící a kontrolní systém musí být ucelený a přiměřený charakteru, rozsahu a složitosti činností obchodníka s cennými papíry* (§ 12a odst. 2 ZPKT) lze nepochybně vykládat i tak, že mohou existovat situace, kdy řídící a kontrolní systém nemusí být zaveden vůbec, což pravděpodobně nebyl záměr zákonodárce a evropské právní předpisy uplatňují princip proporcionality ve specifických a dílčích případech, za jednoznačně stanovených podmínek. Využívání příliš obecného, resp. neurčitého jazyka vede k otevírání možnosti *ex post* postihu za jednání, u kterého nebylo *ex ante* možné určit, zda je v souladu či v rozporu s právem. Takovou obecností se vyznačují nejen evropské směrnice, u nichž je to vzhledem k jejich právní podstatě a politickému kompromisu, který za nimi stojí, celkem pochopitelné, ale i vnitrostátní úprava, především ObezV, což je způsobeno především přebíráním standardů třetí úrovně Lamfalussyho legislativního procesu.

PBR/RBA tak stojí v přímém rozporu se zásadami právní jistoty a předvídatelnosti práva a vytváří takový regulatorní režim, v němž může veřejná moc jednat ve vztahu k obezřetnostním pravidlům retrospektivně. Efektivní fungování PBR/RBA, resp. právních principů obecně předpokládá vysokou míru vzájemné důvěry mezi regulátorem a regulovaným a víru v řídící ideje právní úpravy, což podle mého názoru není případ většiny finančních trhů v členských státech EU.²⁶⁶ Navíc, přestože jsou v primární i sekundární legislativě obsaženy prvky PBR/RBA, jsou tato ustanovení aplikována spíše formálním způsobem, jak bylo v této práci rovněž zmíněno. Neobjektivní interpretaci práva, ať už se

²⁶⁶ Paradoxy PBR/RBA výstižně shrnuje (Black 2008).

nazývá *principle-based*, teleologickým výkladem nebo upřednostňováním *rationis legis* proti literě zákona je třeba odmítnout.²⁶⁷

Vývojová perspektiva druhé kapitoly této disertační práce jednoznačně ukázala odklon tuzemské právní úpravy od evropského vývoje a její setrvávání na historicky zavedených obezřetnostních finančně-právních institutech, a to i přes jejich nevhodnost pro řádnou implementaci evropských směrnic.

Co se týče konkrétních doporučení v oblasti zkoumané problematiky, je třeba především (i) zvýšit úroveň právní jistoty obecně, zejména v oblasti *corporate governance* a střetu zájmů a je tedy nutná formulace jasných a jednoznačných právních pravidel včetně znovuzavedení čínských zdí, jak původně zamýšlel mj. i CESR²⁶⁸, (ii) věnovat zvýšenou pozornost pravidlům ochrany zákaznického majetku, neboť zde dochází ke značným překryvům se soukromoprávní úpravou a s právem insolventním, které nejsou v členských státech EU výrazněji harmonizovány, (iii) harmonizovat sankční režimy práva finančního trhu členských států EU, jak se o to zcela správně pokouší MiFID II a (iv) v tuzemské právní úpravě jednoznačně vyřešit odpovědnost vedoucích osob²⁶⁹ finančních institucí za porušení pravidel regulace finančního trhu. Pokud má být snaha o sjednocení některých obezřetnostních pravidel úspěšná, musí vycházet z důsledné analýzy odlišností a překryvů daných právních pravidel. Sjednotit do jednoho korpusu obezřetnostních pravidel lze v současné době tedy především organizační požadavky, systém vnitřní kontroly, obecné požadavky na řízení rizik a obecné požadavky na řízení střetu zájmů. Ostatní obezřetnostní pravidla je však třeba, vzhledem k absenci unifikace na evropské úrovni, upravit v rámci jednotlivých sektorů zvlášť a odlišně.

Za přínos této disertační práce pro právní vědu i pro praktické využití považuji především právně-vědecké uchopení rozsáhlé a komplexní právní úpravy obezřetnostních pravidel na finančním trhu, v rámci kterého jsem identifikoval a analyzoval relevantní právní pravidla, vytvořil vlastní systematiku obezřetnostních pravidel, navrhl interpretaci v nejednoznačných případech a identifikovaná obezřetnostní pravidla na základě zvolených kritérií kriticky zhodnotil a poukázal na nedostatky současné právní úpravy.

²⁶⁷ Pinz (2012: 329).

²⁶⁸ Viz materiály CESR/04-261b, CESR/04-603b.

²⁶⁹ Zaměření se na odpovědnost vedoucích osob, resp. přesněji na odpovědnost vedoucích osob za očekávané výsledky regulace, je typicky anglosaský přístup (francouzský přístup se zaměřuje na právní statut profesionála vykonávajícího regulovanou činnost), tento je však akcentován na úrovni zákona, u nás se dostal, ovšem v nevhodné podobě, pouze do sekundární legislativy. Nabízí se zde především přístup slovenský.

Bibliografie:

- Avgouleas, E. „Article: A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead.“ *The Transnational Lawyer / Vol. 18*, 2005: 179-230.
- . *Goverance of Global Financial Markets. The Law, The Economics, The Politics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.
- Bahar, R., Thévenoz, L (eds.). „Conflicts of Interest: Disclosure, Incentives, and the Market.“ V *Conflicts of Interest: Corporate Governance & Financial Markets*, autor: R. Bahar a L. Thévenoz, 2 a násl. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International and Schulthess, 2007.
- Bakeš, M. *Finanční právo*. Praha: C.H.Beck, 2012.
- Band, Ch. „Conflicts of Interests in Financial Services and Markets.“ *Journal of International Banking Law and Regulation, Issue 12*, 2006: 677 a násl.
- Band, Ch., Anderson, K. „Conflicts of Interests in Financial Services and Markets – Regulatory Aspect.“ *Journal of International Banking Law and Regulation, Issue 2*, 2007: 88 a násl.
- Beale, H. (gen.ed.). *Chitty on Contracts, 30th Edition, Volume II. – Specific contracts*. London: Thompson Reuters (Legal) Ltd., 2008.
- Bejček, J. „Principy odpovědnosti statutárních a dozorčích orgánů kapitálových společností.“ *Právní rozhledy 17/2007*, 2007: 613 a násl.
- Benjamin, J. „The narratives of financial law.“ *Oxford Journal of Legal Studies 30 (4)*, 2010: 787 a násl.
- Beran, K. „Kdy je norma kogentní a kdy dispozitivní?“ *Právní rozhledy 19/2009*, 2009: 685 a násl.
- Black, J. „Forms and paradoxes of principles-based regulation.“ *Capital Markets Law Journal, Vol. 3, No. 4*, 2008: 425-457.
- . *Rules and Regulators*. Oxford: Clarendon Press, 1997.
- Boatright, J. R. „Financial Services.“ V *Conflict of Interest in the Professions*, autor: M Davis a A (eds.) Stark, 217 a násl. New York: Oxford University Press, 2001.
- Boguszak, J., Čapek, J. *Teorie práva*. Praha: Codex Bohemia, 1997.
- Brožek, B. „Právní jistota jako strukturální stabilita.“ V *Metodologie interpretace práva a právní jistota*, autor: A. Gerloch, J. Tryzna a J. Wintr, 145-155. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012.
- Casey, J-P., Lannoo, K. *The MiFID Revolution*. New York: Cambridge University Press, 2009.
- „CESR’s Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the first set of mandates Markets in Financial Instruments Directive FEEDBACK STATEMENT (Ref.: CESR/05-025).“ 2005. http://www.esma.europa.eu/system/files/05_025.pdf (přístup získán 3. 12 2013).
- „CESR’s Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments 1st Set of Mandates (Ref.: CESR/05-024c).“ 2005. http://www.esma.europa.eu/system/files/05_024c.pdf (přístup získán 3. 12 2013).
- Clark, R. Ch. „The Soundness of Financial Intermediaries.“ *The Yale Law Journal, vol. 86, No. 1*, 1976: 1 - 102.

Čech, P. „K povinnosti loajality společníka vůči společnosti a ostatním společníkům.“ V *Nové jevy v právu na počátku 21. století. IV. Proměny soukromého práva*, autor: M. Pauknerová a M. Tomášek, 54 a násl. Praha: Karolinum, 2009.

—. „Péče řádného hospodáře a povinnost loajality.“ *Právní rádce* 3/2007, 2007: 4 a násl.

Davis, M., Stark, A. (eds.) *Conflict of Interest in the Professions*. New York: Oxford University Press, 2001.

Dědič, J., a kol. *Právo cenných papírů a kapitálového trhu*. Praha: Prospektrum, 2000.

Dědič, J., Štenglová, I. *Zákon o cenných papírech. Komentář. 1. vydání*. Praha: C.H.Beck, 1997.

Dědič, J., Lasák, J. *Právo kapitálových obchodních společností. Přehled judikatury s komentářem. 2. díl*. Praha: Linde, 2010.

Dědič, J., Pauly, J. *Cenné papíry*. Praha: Prospektrum, 1994.

Diver, C. S. „The Optimal Precision of Administrative Rules.“ *The Yale Law Journal*, Vol. 93, No. 1, 1983: 65 - 109.

Eliáš, K., a kol. *Občanský zákoník. Velký akademický komentář. 1. a 2. svazek*. Praha: Linde Praha, 2008.

Fama, E. F. „Agency Problems and the Theory of the Firm.“ *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2., 1980.

Faulhamerová, Z., Herboczková, J. „Pravomoci evropských orgánů dohledu nad finančním trhem.“ *Obchodněprávní revue* 9/2010, 2010: 273 a násl.

Ferran, E. „The Break-up of the Financial Services Authority.“ *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol. 31, No. 3, 2011: 455–480.

Frankel, T. *Fiduciary Law*. New York: Oxford University Press, 2011.

Frankel, T. „Towards Universal Fiduciary Principles. “ *Boston University School of Law Working Paper No. 12-09*, 2012.

Frase, D. „Conflicts of interest.“ *Compliance Officer Bulletin, Issue 54*, 2008.

Friedman, J, Kraus, W. *Engineering the Financial Crisis: Systemic Risk and the Failure of Regulation*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2011.

Gerloch, A. *Teorie práva*. Praha: C.H.Beck, 2004.

Gerloch, A., Tryzna, J., Wintr, J. *Metodologie interpretace práva a právní jistota*. Plzeň: Aleš čeněk, 2012.

Gray, J. „Is it time to highlight the limits of risk-based financial regulation?“ *Capital Markets Law Journal* Vol. 4, No. 1, 2009: 50-62.

Havel, B. „Synergie péče řádného hospodáře a podnikatelského úsudku.“ *Právní rozhledy* 11/2007, 2007: 413 a násl.

Herbst, J. „Revision of the Investment Services Directive.“ *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 11 Iss: 3, 2003: 211 a násl.

Hlouch, T. *Teorie a realita právní interpretace*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2011.

Hollander, Ch. QC, Salzedo, S. *Conflict of Interest & Chinese Walls, 2nd Edition*. London: Sweet&Maxwell, 2004.

Holländer, P. „Savignyho paradigma v době dekonstrukce práva.“ V *Metodologie interpretace práva a právní jistota*, autor: A. Gerloch, J. Tryzna a J. Wintr, 21-43. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012.

Horák, O. „Jaromír Sedláček a normativní myšlení.“ V *Občanské právo československé. Všeobecné nauky.*, autor: J. Sedláček. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2012.

Husták, Z., Šovar, J., Franěk, M., a kol. *Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Komentář. 1. vydání*. Praha: C. H. Beck, 2012.

Chirico, A. „Guarding against Conflicts of Interest: Where do we stand?“ *ECMI Policy Brief No. 11*, 2008.

Janis, I. L. *Victims of groupthink; a psychological study of foreign-policy decisions and fiascoes*. Boston: Houghton, Mifflin, 1972.

Jílek, J. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009.

Knapp, V. *Vědecká propedeutika pro právníky*. Praha: Eurolex, 2003.

Kotásek J., Pokorná J., Raban P. a kol. *Kurz obchodního práva. Právo cenných papírů*. Praha: C. H. Beck, 2005.

Kysela, J. „Jaká jistota v měnícím se světě?“ V *Metodologie interpretace práva a právní jistota*, autor: A. Gerloch, J. Tryzna a J. Wintr, 163-189. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012.

Lee, R. „Rethinking the content of the fiduciary obligation.“ *Conveyancer and Property Lawyer*, v. 73, 2009: 236 a násl.

Llewellyn, D. *The Economic Rationale for Financial Regulation*. London: FSA, 1999.

McBarnet, D, Whelan C. „The elusive spirit of the law: Formalism and the struggle for legal control.“ *Modern Law Review* 54, 1991: 848 - 873.

Mehran, H, a Stulz R. M. *The economics of conflicts of interest in financial institutions. Working Paper 12695*. Cambridge (Mass.): National Bureau of Economic Research, 2006.

Möllers, T. M. J. „European Legal Theory and Legislation in Capital Market Law. Complete harmonization, blanket clauses and soft law as means for creating standards in the context of the Lamfalussy Process.“ *The Journal of Interdisciplinary Economics*, Vol 22, 2010: 133–164.

Moloney, N. *How to protect investors. Lessons from the EC and the UK*. New York: Cambridge University Press, 2010.

Moloney, N. *EC Securities Regulation. 2nd edn*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

Nelson, P. *Capital Markets Law and Compliance: The Implications of Mifid*. New York: Cambridge University Press, 2008.

Ortino, M. „The Role and Functioning of Mutual Recognition in the European Market of Financial Services.“ *The International and Comparative Law Quarterly*, Vol. 56, No. 2, 2007: 309-338.

Pelikánová, I. *Komentář k obchodnímu zákoníku. 5. díl. § 566 – 775*. Praha: Linde Praha a.s., 1999.

Pendleton, M. „Non-empirical Discovery in Legal Scholarship – Choosing, Researching and Writing a Traditional Scholarly Article.“ V *Research Methods for Law*, autor: M., Chui, W.H. McConville, 159 - 180. Edinburgh: Edinburgh University Press, 2007.

Pihera, V. „Některé úvahy o bankovním tajemství. .“ *Obchodněprávní revue* 2/2011, 2011: 35 a násl.

—. „Trust. Vybrané aspekty. . Praha: C.H.Beck, str. 196 a násl.“ *Obchodněprávní revue* 7/2009, 2009: 196 a násl.

Pihera, V., Smutný, A., Sýkora, P. *Zákon o bankách. Komentář. 1. vydání.* Praha: C.H.Beck, 2011.

Pinz, J. „K otázce legality právního výkladu v moderním právním státě.“ V *Metodologie interpretace práva a právní jistota*, autor: A. Gerloch, J. Tryzna a J. Wintr, 321-336. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012.

Posner, E. A. „Theories Of Economic Regulation.“ *Bell Journal of Economics*, 1974: 335-358.

Ribstein, L. E. „Fencing Fiduciary Duties.“ *Illinois Public Law Research Paper No. 10-20*, 2011.

Richter, T. „O logice a limitech korporačního práva: teoretické základy, .“ *Právní rozhledy* 23/2008, 2008: 845 a násl.

Rouček, F. *Výklad a použití zákonů v praxi.* Praha: A. Hubínek, 1941.

Scott, J, Trubek, D. M. „Mind the Gap: Law and New Approaches to Governance in the European Union.“ *European Law Journal*, 8, 2002: 1-18.

Sedláček, J. *Občanské právo československé. Všeobecné nauky.* Praha: Wolters Kluwer ČR, 2012.

Sládeček, V., Mikule, V., Syllová, J.. *Ústava České republiky, 1. vydání.* Praha: C.H.Beck, 2007.

Sobek, T. *Argumenty teorie práva.* Plzeň: Aleš Čeněk, 2008.

Sobek, T. „Úmysl zákonodárce a skutečné právo.“ V *Metodologie interpretace práva a právní jistota*, autor: A. Gerloch, J. Tryzna a J. Wintr, 44-86. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012.

„Stanovisko Komise pro cenné papíry k churningu č. STAN/1/2006 ze dne 8. 2. 2006.“ 2006. www.cnb.cz (přístup získán 3. 12 2013).

Štenglová, I, Plíva, S., Tomsa, M., a kol. *Obchodní zákoník. Komentář. 13. vydání.* Praha: C.H.Beck, 2010.

Švestka, J., Spáčil, J., Škárová, M., Hulmák, M., a kol. *Občanský zákoník I, II, 2. vydání.* Praha: C.H.Beck, 2009.

Tégl, P. „Poctivost a důvěra jako jeden ze základních principů evropského smluvního práva.“ V *Nové jevy v právu na počátku 21. století. IV. Proměny soukromého práva*, autor: M Pauknerová a M Tomášek, 99 a násl. Praha: Karolinum, 2009.

Telec, I. „Není rozpor se zákonem jako rozpor se zákonem.“ *Právní rozhledy* 5/2004, 2004: 161 a násl.

Tichý, L. „Základní otázky smluvního zastoupení a návrh občanského zákoníku.“ *Bulletin advokacie* 5/2011, 2011: 37 a násl.

Tilsch, E. *Občanské právo. Část všeobecná*. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2012.

Tomsa, B. *Nauka o právních vědách. Základy právní metodologie*. Praha: Věšrd, 1946.

Twining, W. *Taylor Lectures 1975 Academic Law and Legal Development*. Lagos: University of Lagos, 1976.

Veselá, J. *Investování na kapitálových trzích*. Praha: ASPI, 2007.

Watkins, D., Burton, M. *Research Methods In Law*. New York: Rouledge, 2013.

Watt, G. „Hard Cases, Hard Times and the Humanity of Law.“ V *The Public Value of the Humanities*, autor: J. Bate, 197. London: Bloomsbury Academic, 2012.

Windholz, E., Hodge, G. „Conceptualising Social and Economic Regulation: Implications for Modern Regulators and Regulatory Activity.“ *Monash University Law Review*, Vol. 38, No. 2, 2012: 212 a násled.

Wood, P. R. „Legal impact of the financial crisis: a brief list.“ *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4, No. 4, 2009: 439-450.

Wymeersch, E. „The Structure of Financial Supervision in Europe : About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors.“ *European Business Organization Law Review* 8 (2), 2007: 239–306.

Seznam použitých internetových stránek:

AMF: *Table de jurisprudence*. nedatováno. <http://www.amf-france.org/Sanctions-et-transactions/Table-de-jurisprudence/Jurisprudence.html?category=7%C3%A8me+Partie+-+Prestataires+de+services+d%E2%80%99investissement%2C+produits+d%27%C3%A9pargne+collective+et+infrastructures+de+march%C3%A9> (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Communication for the Spring European Council, Driving European recovery, COM (2009) 114 final.“ 4. March 2009. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF> (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the European Central Bank: Regulating financial services for sustainable growth, COM(2010) 301 final.“ 2. June 2010. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Communication: REGULATING FINANCIAL SERVICES FOR SUSTAINABLE GROWTH.“ 2. June 2010. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/com2010_en.pdf (přístup získán 3. prosinec 2013).

Compliance and the compliance function in banks - final document. April 2005. <http://www.bis.org/publ/bcbs113.htm> (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices.“ 2. June 2010. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/sec2010_669_en.pdf (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Declaration, Summit on Financial Markets and The World Economy.“ 15. November 2008. <http://www.un.org/ga/president/63/commission/declarationG20.pdf> (přístup získán 3. prosinec 2013).

Dohľad nad finančným trhom. nedatováno. <http://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom> (přístup získán 3. prosinec 2013).

„DRAFT SUMMARY RECORD OF THE 43RD MEETING OF THE EUROPEAN SECURITIES COMMITTEE.“ 26. June 2006. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esc/meetings/2006-06-26-report_en.pdf (přístup získán 3. prosinec 2013).

„FCA Final Notice 2013: Alison Moran.“ 30. September 2013. <http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/final-notice/2013/alison-moran> (přístup získán 3. prosinec 2013).

FCA Home. nedatováno. <http://www.fca.org.uk/> (přístup získán 3. prosinec 2013).

Financial Services and Capital Markets. nedatováno. http://ec.europa.eu/internal_market/top_layer/financial_capital/index_en.htm (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Financial Services: Implementing the framework for financial markets: Action Plan.“ 11. May 1999. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_en.pdf (přístup získán 3. prosinec 2013).

FSA/PRA Handbook online. nedatováno. <http://fshandbook.info/FS/index.jsp> (přístup získán 3. prosinec 2013).

Hodnocení dopadů regulace (RIA). nedatováno. <http://www.vlada.cz/cz/ppov/lrv/ria/uvod-87615/> (přístup získán 3. prosinec 2013).

L'AMF Home. nedatováno. <http://www.amf-france.org/> (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Návrh zákona, kterým se mění zákon č. 38/2004 Sb., o pojišťovacích zprostředkovatelích a samostatných likvidátorech pojistných událostí a o změně živnostenského zákona.“ 1. únor 2013. <https://apps.odok.cz/kpl-detail?pid=KORN8G5LV5EN> (přístup získán 1. prosinec 2013).

„Objectives and Principles of Securities Regulation.“ June 2010. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (přístup získán 3. prosinec 2013).

Právní předpisy a metodické materiály ČNB v oblasti finančního trhu. nedatováno. http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/ (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Report of the High-level Group on Financial Supervision in the EU.“ 25. February 2009. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf (přístup získán 3. prosinec 2013).

„Sdělení ČNB o obecných pokynech EBA k posuzování vhodnosti členů řídicího orgánu a osob v klíčových funkcích.“ www.cnb.cz. nedatováno. http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/obecne_pokyny_evropskych_organu_dohledu/eba_gl_2012_06_sdeleni_cnb.html (přístup získán 3. prosinec 2013).

The internal audit function in banks - final document. June 2012. <http://www.bis.org/publ/bcbs223.htm> (přístup získán 3. prosinec 2013).

„White Paper: Financial Services Policy 2005-2010.“ nedatováno.
http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/white_paper/white_paper_en.pdf (přístup
získán 3. prosinec 2013).

„Zelená kniha: Správa a řízení podniku ve finančních institucích a politika odměňování.“ 2.
červen 2010. [http://eur-
lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:CS:PDF](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:CS:PDF) (přístup získán
3. prosinec 2013).

Resumé:

Hlavním cílem této disertační práce je poskytnout komplexní a systematizovaný pohled na právní úpravu obezřetnostních pravidel ve vybrané oblasti právní úpravy finančního trhu s důrazem na kritickou reflexi jednotlivých právních institutů a mezisektorové srovnání příslušných právních pravidel. Specifické otázky, které se tato disertační práce v rámci svého hlavního cíle pokouší zodpovědět, jsou: (i) co a jaká jsou obezřetnostní pravidla v rámci právní úpravy finančního trhu (*quid iuris*) a (ii) zda stávající právní úprava obezřetnostních pravidel v českém právním řádu splňuje kritéria kladená právní teorií na formu a obsah právních předpisů a na racionální uspořádání právního řádu.

Disertační práce obsahuje také konstruktivní kritiku zkoumané problematiky, a to především z pohledu správnosti transpozice příslušných evropských právních předpisů, právní jistoty adresátů transponovaných ustanovení a efektivnosti řešení daného problému aktuální právní úpravou, a dále několik doporučení *de lege ferenda*.

Výsledkem této disertační práce je systematický, ucelený a koherentní přehled obezřetnostních pravidel zavedených v právní úpravě nejvýznamnějších sektorů finančního trhu, vycházející z analýzy současné právní úpravy, a to jak na úrovni evropského, tak na úrovni tuzemského práva, a jejího zhodnocení. Disertační práce by měla přispět k nejen k právně-teoretickému uchopení obezřetnostně-právní problematiky, ale také nabídnout možnost praktického využití získaných poznatků a vytvořeného systematického třídění.

V disertační práci je uplatněn pozitivistický dogmatický právně-vědecký přístup za použití metod interpretačního (exegetického) charakteru, a to za předpokladu jednotného, systematického a racionálně-logicky (logická koherence a jednotné *ratio legis*) vystavěného právního řádu, jehož základním axiomem je právní jistota. Poznatky jsou v rámci uvedeného přístupu syntetizovány v myšlenkovou jednotu. Výsledkem je jednak ucelený systém (syntéza statická), jednak popis vývoje zkoumané problematiky (syntéza genetická). Částečně je využit také komparativní právně-vědecký přístup, a to na základě předpokladu funkcionální ekvivalence zkoumaných finančně-právních institutů.

Disertační práce se nezaměřuje na veškerá obezřetnostní pravidla, která by bylo možné ze současné právní úpravy finančního trhu získat důslednou systematickou analýzou právních norem zařazených do výběru na základě teoretické definice obezřetnostních pravidel, ale pouze na ty oblasti právní úpravy, které lze s ohledem na osobní působnost příslušných

právních norem považovat za nejzásadnější a nejzajímavější pro právně-vědecké zpracování, a to právní úpravu: (i) poskytovatelů investičních služeb, (ii) subjektů kolektivního investování a (iii) platebních institucí.

Disertační práce obsahuje úvodní a první část, které zahrnují její teoretické a metodické ukotvení a uvádí čtenáře do zkoumané problematiky prostřednictvím vymezení některých základních pojmů a teorií regulace finančního trhu. V druhé části disertační práce je podán nástin historického vývoje právní regulace vybraných subjektů finančního trhu na evropské a tuzemské úrovni, jsou reflektována některá specifika právních norem v oblasti finančního trhu a jejich struktura a jsou zmíněna některá základní obezřetnostní pravidla pro činnost subjektů finančního trhu. Klíčovou částí disertační práce je rámci části druhé kapitola čtvrtá navazující na vymezení základních východisek a obsahující normativní analýzu identifikovaných obezřetnostních pravidel. Na normativní analýzu obezřetnostních pravidel pak navazuje reflexe vybraných institucionálních a procesně-právních aspektů obezřetnostních pravidel a dohled nad dodržováním těchto pravidel, kde je silně akcentována evropská dimenze zmíněných aspektů. Na předchozí dvě části pak navazuje část třetí, obsahující závěrečné zhodnocení výsledků disertační práce a jejího přínosu pro obor finančního práva a naznačení pravděpodobného dalšího vývoje právní úpravy v oblasti obezřetnostních pravidel.

V disertační práci jsou zkoumána vymezená obezřetnostní pravidla sice komplexně, ale vzhledem k jejímu rozsahu nutně obecně. Některým aspektům obezřetnostních pravidel je nicméně věnována větší pozornost, neboť je lze jednak považovat za podstatné, jednak proto, že představují v jistém smyslu praktickou aplikaci teoretických poznatků obsažených v této práci. Jde především o části věnované problematice střetu zájmů, unifikaci kvalitativních požadavků na řídicí a kontrolní systém v sekundární legislativě ČNB a případová studie rozhodování nových evropských orgánů dohledu.

Vývojová perspektiva obezřetnostních pravidel ukazuje dvě základní skutečnosti. Za prvé, vidíme vývoj evropské právní úpravy, který ve všech zkoumaných segmentech finančního trhu směřoval od obecně formulovaných standardů s širokou možností členských států zavést vlastní specifickou právní úpravu k unifikované nebo alespoň vysoce harmonizované a detailní právní úpravě v podobě jednotných obezřetnostních finančně-právních institutů jednak v oblasti určité skupiny subjektů kolektivního investování (správců „alternativních“ fondů), úvěrových institucí a ratingových agentur v podobě přímo aplikovatelných nařízení, jednak v dalších oblastech v podobě velmi podrobné úpravy v

evropských směrnicích. Za druhé, nelze si v rámci vývojové perspektivy nepovšimnout odklonu tuzemské právní úpravy od evropského vývoje a jejího setrvávání na historicky zavedených obezřetnostních finančně-právních institutech, a to i přes jejich nevhodnost pro řádnou implementaci evropských směrnic.

Nejdůležitějším poznatkem z analýzy a zhodnocení víceúrovňové regulace je skutečnost, že nově zřízené evropské orgány dohledu mají nezanedbatelný potenciál stát se primárními normotvůrci hmotného evropského práva finančního trhu. Závazné technické standardy představují velmi zásadní a účinný nástroj pro vytvoření jednotného evropského zákoníku (*single rulebook*) regulace finančního trhu, neboť představují právě ta pravidla, která budou dohlížena a vynucována v praktické činnosti orgánů dohledu nad finančním trhem a se kterými musí regulované subjekty zajišťovat každodenní soulad. Zásadním problémem novelizovaného Lamfalussyho legislativního procesu je, přes jeho nepopíratelnou procesní i hmotněprávní efektivitu, jednak nedostatek odpovědnosti, což je však v případě orgánů veřejné správy tradiční nedostatek, jednak problematická otázka legitimacy. Problém stanovení přesné hranice mezi jednotlivými úrovněmi Lamfalussyho legislativního procesu, především mezi první a druhou, resp. nyní i třetí, je evidentně otázkou politickou, nikoliv racionálně-argumentační a definiční.

Analýza hmotněprávních aspektů ukázala ve všech zkoumaných finančních sektorech několik základních problémů tuzemské právní úpravy. Tuzemská obezřetnostní pravidla se v souhrnu vyznačují velmi nízkou mírou souladu s evropským právem, relativně dobrou aplikovatelností a sníženou mírou právní jistoty. Markantní jsou tyto problémy především v oblasti vnitřní kontroly (compliance, interní audit, funkce řízení rizik), organizačních požadavků a pravidel outsourcingu, a to především v důsledku nedostatečné implementace evropských právních předpisů. Aplikační nejistota se objevuje především v oblasti střetu zájmů, zde již ovšem na evropské úrovni, a organizačních požadavků, a to zejména díky nejasnosti terminologie použité k vyjádření právní povinnosti.

V závěru disertační práce je doporučeno především důsledné respektování zásadního principu právní jistoty, hierarchické výstavby právního řádu, sjednocení obezřetnostních pravidel tam, kde je to vhodné a eliminace nepříznivých důsledků využívání *principle/risk based* regulatorních přístupů. Neobjektivní interpretaci a aplikaci práva, ať už se nazývá *principle-based*, teleologickým výkladem nebo upřednostňováním *rationis legis* proti literě zákona je třeba odmítnout.

Summary:

The main objective of this thesis is to provide a comprehensive and systematic view of prudential rules in the selected area of financial market regulation with an emphasis on critical reflection of the various legal institutes and intersectional comparison of the relevant legal rules. Particular questions that this thesis attempts to answer within its main goal are: (i) what is the essence of prudential rules in the financial market regulation (*quid juris?*) and (ii) whether current prudential rules in the Czech legal system meet the criteria required by legal theory on the form and the content of legislation and on the rational configuration of the legal system.

The thesis also includes constructive criticism of examined issues, particularly in terms of the accuracy of the transposition of the relevant EU legislation, legal certainty of transposed provisions regarding its' recipients and the efficiency of the current legislation when designing prudential rules in question, and includes several recommendations *de lege ferenda* as well.

The outcome of this thesis is a systematic, comprehensive and coherent overview of the prudential rules established by the regulation of the most important sectors of the financial market, based on an analysis of the current legislation, both at the European level and at the level of domestic law, and its' evaluation. The thesis should contribute not only to the theoretical reflection of prudential rules legal issues, but also offer the opportunity to use the acquired knowledge and established systematic classification in legal practice.

Doctrinal and positivistic scientific approach, using interpretative (exegetical) methods is applied in this thesis, under an assumption of an uniform system of law constructed methodically, rationally and logically (in terms of coherence and uniform *raison d'être*), where the fundamental axiom is the legal certainty. Within this theoretical framework findings are synthesized in thought unity. The result is then both comprehensive theoretical system (static synthesis) as well as a description of the development of the issues examined (genetic synthesis). A comparative theoretical approach based on the assumption of functional equivalence of examined financial and legal institutes is also partially used.

The thesis does not focus on all the prudential rules that could be gained from the current financial market legislation by a thorough systematic analysis of legal norms included in the selection on the basis of the theoretical definition of prudential rules, but only on those areas

of regulation, which can, due to the personal scope, be considered as the most important and most interesting for legal research, namely the prudential regulation of: (i) investment services providers, (ii) collective investment undertakings and (iii) payment institutions.

The thesis includes the opening part and the first part covering the theoretical and methodological grounds and introducing the issues examined to the reader by defining its basic concepts and theories of financial market regulation. The second part of the thesis outlines the historical development of the regulation of certain financial market actors at European and national level, reflects on some of the specifics of financial markets regulation rules and on their structure and contains basic prudential rules for the operations of the financial market participants. A key part of the thesis is the fourth chapter building on the determination of basic assumptions and containing the normative analysis of identified prudential rules. The normative analysis of prudential regulation is followed by reflection of selected institutional and procedural aspects of prudential regulation and supervision of compliance with these rules, with a strong accent on European dimension of these aspects. Second part is then followed by the third part, containing the final evaluation of the results of the thesis and its contribution to the theory of financial law and an indication of the likely future developments of prudential regulation.

The examination of defined prudential rules in this thesis is complex but, considering its extent, necessarily general. Nevertheless, more attention is paid to some aspects of prudential rules partly because these aspects can be considered as substantial, partly because they represent in a sense the practical application of theoretical knowledge included in this thesis. This regards mainly the issue of conflict of interest, the unification of the qualitative requirements for the management and control system in the Czech secondary legislation and case study of the decision of new European supervisory authorities.

The evolutionary view of prudential rules shows two basic facts. First, we can see the evolution of the European legislation, which in all examined segments of the financial market developed from generally formulated standards with a wide possibility of member states to establish their own specific legislation to a unified or at least highly detailed and harmonized legislation in the form of uniform prudential financial and legal institutes in the area of certain undertakings for collective investment (“alternative” funds managers), credit institutions and credit rating agencies in the form of directly applicable regulation and in other regulated areas in the form of very detailed regulation by European directives. Secondly, under evolutionary

perspective on cannot ignore the diversion of domestic legislation from European regulatory development and its insistence on historically established prudential rules despite their unsuitability for the proper implementation of EU directives.

The most important finding gained by the analysis and evaluation of multi-level regulation is the fact that the newly established European supervisory authorities have significant potential to become the primary originators of the substantive European financial market regulation. Binding technical standards represent a crucial and effective tool for the creation of a single European rulebook for the regulation of the financial market, as they are those rules that will be supervised and enforced in the every-day supervisory routine of the financial market supervisors and with which regulated entities have to ensure ongoing compliance. The fundamental problem of the revised Lamfalussy process, despite its undeniable procedural and substantive efficiency, is partly the lack of responsibility, which traditional is in the case of public authorities, partly problem of legitimacy. The problem of determining the exact line between the different levels of the Lamfalussy legislative process, especially between the first and second level, or the third level as the case may be now, is clearly a political decision, not a question of rational argumentation and definition.

Analysis of substantive legal rules has showed several fundamental problems of domestic legislation in all financial sectors examined. In summary, domestic prudential rules are characterized in that there is a very low level of compliance with European law, a relatively good applicability and a reduced degree of legal certainty. These problems are striking in the field of internal control (compliance, internal audit, risk management function), organizational requirements and outsourcing, mainly due to insufficient implementation of European legislation. Application uncertainties exist particularly in the area of conflict of interest, however, here already at European level, and organizational requirements, mainly due to the ambiguity of the terminology used to express a legal obligation.

The thesis concludes by recommending in particular consistent respect to fundamental principle of legal certainty and to the hierarchical composition of the system of law, unification of prudential rules where appropriate and elimination of the adverse effects of the use of principle/risk based regulatory approach. Biased interpretation and application of the law, whether it is called principle-based, teleological or favoring *rationis legis* against the letter of the law must be rejected.

Anotace:

Disertační práce „Právní úprava obezřetnostních pravidel v oblasti finančního trhu“ chce poskytnout komplexní a systematizovaný pohled na právní úpravu obezřetnostních pravidel ve vybrané oblasti právní úpravy finančního trhu s důrazem na kritickou reflexi jednotlivých právních institutů a mezisektorové srovnání příslušných právních pravidel. Disertační práce obsahuje konstruktivní kritiku zkoumané problematiky, a to především z pohledu správnosti transpozice příslušných evropských právních předpisů, právní jistoty adresátů transponovaných ustanovení a efektivnosti řešení daného problému aktuální právní úpravou, a dále několik doporučení *de lege ferenda*. Disertační práce by měla přispět k nejen k právně-teoretickému uchopení obezřetnostně-právní problematiky, ale také nabídnout možnost praktického využití získaných poznatků a vytvořeného systematického třídění.

Klíčová slova: obezřetnostní pravidla, regulace finančního trhu, dohled nad finančním trhem

Abstract:

Thesis “Legal Regulation of Prudential Rules in Financial Market Area” focuses on comprehensive and systematic view of prudential rules in the selected area of financial market regulation with an emphasis on critical reflection of the various legal institutes and intersectional comparison of the relevant legal rules. The thesis also includes constructive criticism of examined issues, particularly in terms of the accuracy of the transposition of the relevant EU legislation, legal certainty of transposed provisions regarding its’ recipients and the efficiency of the current legislation when designing prudential rules in question, and includes several recommendations *de lege ferenda* as well. The thesis should contribute not only to the theoretical reflection of prudential rules legal issues, but also offer the opportunity to use the acquired knowledge and established systematic classification in legal practice.

Key words: prudential rules, financial market regulation, financial market supervision